

VOL. 21, NO. 3, DESEMBER 2010

ISSN: 0853-1259



TERAKREDITASI SK. Nomor: 64a/DIKTI/Kep/2010

**PEMILIHAN MODEL *ASSET PRICING****Rowland Bismark Fernando Pasaribu***PENGARUH LINGKUNGAN BISNIS, ALIANSI STRATEJIK, DAN STRATEGI INOVASI TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN***Fahmy Radhi***RASIO KEMAMPUAN KEUANGAN DAERAH KABUPATEN/KOTA DI PROVINSI DIY PASCA OTONOMI DAERAH***Rudy Badrudin***PENGARUH KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN TERHADAP *RETURN SAHAM* DENGAN PERILAKU *HERDING* SEBAGAI VARIABEL MEDIASI***Muflikhun Annas***UTANG DAN DIVERGENSI HAK KONTROL DARI HAK ALIRAN KAS***Baldric Siregar***PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, UKURAN DEWAN KOMISARIS, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN ASING, DAN UMUR PERUSAHAAN TERHADAP *CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DISCLOSURE* PADA PERUSAHAAN *PROPERTY* DAN *REAL ESTATE* YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA***Indah Dewi Utami**Rahmawati***Rp7.500,-**

JAM	VOL. 21	NO. 3	Hal 217-306	DESEMBER 2010	ISSN: 0853-1259
-----	---------	-------	-------------	---------------	-----------------

Vol. 21, No. 3, Desember 2010

ISSN: 0853-1259

**JURNAL**  
AKUNTANSI & MANAJEMEN

Tahun 1990

## **JURNAL AKUNTANSI & MANAJEMEN (JAM)**

**TERAKREDITASI**  
**SK. Nomor: 64a/DIKTI/Kep/2010**

*EDITOR IN CHIEF*

Djoko Susanto  
*STIE YKPN Yogyakarta*

*EDITORIAL BOARD MEMBERS*

Baldric Siregar  
*STIE YKPN Yogyakarta*

Harsono  
*Universitas Gadjah Mada*

Dody Hapsoro  
*STIE YKPN Yogyakarta*

Soeratno  
*Universitas Gadjah Mada*

Eko Widodo Lo  
*STIE YKPN Yogyakarta*

Wisnu Prajogo  
*STIE YKPN Yogyakarta*

*MANAGING EDITORS*

Sinta Sudarini dan Enny Pudjiastuti  
*STIE YKPN Yogyakarta*

*EDITORIAL SECRETARY*

Rudy Badrudin  
*STIE YKPN Yogyakarta*

*PUBLISHER*

Pusat Penelitian dan Pengabdian Masyarakat STIE YKPN Yogyakarta  
Jalan Seturan Yogyakarta 55281  
Telpon (0274) 486160, 486321 ext. 1406 Fax. (0274) 486155

*EDITORIAL ADDRESS*

Pusat Penelitian dan Pengabdian Masyarakat STIE YKPN Yogyakarta  
Jalan Seturan Yogyakarta 55281  
Telpon (0274) 486160, 486321 ext. 1332 Fax. (0274) 486155  
<http://www.stieykpn.ac.id> • e-mail: [rudy.badrudin@stieykpn.ac.id](mailto:rudy.badrudin@stieykpn.ac.id)  
Bank Mandiri atas nama STIE YKPN Yogyakarta No. Rekening 137 – 0095042814

Jurnal Akuntansi & Manajemen (JAM) terbit sejak tahun 1990. JAM merupakan jurnal ilmiah yang diterbitkan oleh Pusat Penelitian dan Pengabdian Masyarakat Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Yayasan Keluarga Pahlawan Negara (STIE YKPN) Yogyakarta. Penerbitan JAM dimaksudkan sebagai media penguatan karya ilmiah baik berupa kajian ilmiah maupun hasil penelitian di bidang akuntansi dan manajemen. Setiap naskah yang dikirimkan ke JAM akan ditelaah oleh MITRA BESTARI yang bidangnya sesuai. Daftar nama MITRA BESTARI akan dicantumkan pada nomor paling akhir dari setiap volume. Penulis akan menerima lima eksemplar cetak lepas (*off print*) setelah terbit.

JAM diterbitkan setahun tiga kali, yaitu pada bulan April, Agustus, dan Desember. Harga langganan JAM Rp7.500,- ditambah biaya kirim Rp12.500,- per eksemplar. Berlangganan minimal 1 tahun (volume) atau untuk 3 kali terbitan. Kami memberikan kemudahan bagi para pembaca dalam mengarsip karya ilmiah dalam bentuk *electronic file* artikel-artikel yang dimuat pada JAM dengan cara mengakses artikel-artikel tersebut di *website* STIE YKPN Yogyakarta (<http://www.stieykpn.ac.id>).

## DAFTAR ISI

**PEMILIHAN MODEL ASSET PRICING**

*Rowland Bismark Fernando Pasaribu*

**217-230**

**PENGARUH LINGKUNGAN BISNIS, ALIANSI STRATEGIK, DAN STRATEGI INOVASI TERHADAP  
KINERJA PERUSAHAAN**

*Fahmy Radhi*

**231-242**

**RASIO KEMAMPUAN KEUANGAN DAERAH KABUPATEN/KOTA  
DI PROVINSI DIY PASCA OTONOMI DAERAH**

*Rudy Badrudin*

**243-263**

**PENGARUH KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM  
DENGAN PERILAKU HERDING SEBAGAI VARIABEL MEDIASI**

*Muflikhun Annas*

**265-284**

**UTANG DAN DIVERGENSI HAK KONTROL DARI HAK ALIRAN KAS**

*Baldric Siregar*

**285-295**

**PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, UKURAN DEWAN KOMISARIS, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,  
KEPEMILIKAN ASING, DAN UMUR PERUSAHAAN TERHADAP CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY  
DISCLOSURE PADA PERUSAHAAN PROPERTY DAN REAL ESTATE YANG TERDAFTAR  
DIBURSA EFEK INDONESIA**

*Indah Dewi Utami*

*Rahmawati*

**297-306**

## **MITRA BESTARI JURNAL AKUNTANSI & MANAJEMEN (JAM)**

*Editorial JAM menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada MITRA BESTARI yang telah menelaah naskah sesuai dengan bidangnya. Berikut ini adalah nama dan asal institusi MITRA BESTARI yang telah melakukan telaah terhadap naskah yang masuk ke editorial JAM untuk Vol. 21, No. 1, April 2010; Vol. 21, No. 2, Agustus 2010; dan Vol. 21, No. 3, Desember 2010.*

**Ade Fatma Lubis**

*Universitas Sumatra Utara*

**Abdul Hamid Habbe**

*Universitas Hasanuddin*

**Agus Suman**

*Universitas Brawijaya*

**Basu Swastha Dharmmesta**

*Universitas Gadjah Mada*

**Bambang Sutopo**

*Universitas Sebelas Maret*

**Edy Suandi Hamid**

*Universitas Islam Indonesia*

**Sugiyanto**

*Universitas Diponegoro*

**Gagaring Pagalung**

*Universitas Hasanuddin*

**Wahyuddin**

*Universitas Muhammadiyah Surakarta*

**Hartono**

*Universitas Sebelas Maret*

**Indra Wijaya Kusuma**

*Universitas Gadjah Mada*

**J. Sukmawati Sukamulja**

*Universitas Atma Jaya Yogyakarta*

**Jogiyanto H.M.**

*Universitas Gadjah Mada*

**Mardiasmo**

*Universitas Gadjah Mada*

**Niki Lukviarman**

*Universitas Andalas*

**Ritha Fatimah Dalimunthe**

*Universitas Sumatra Utara*

**Tandelilin Eduardus**

*Universitas Gadjah Mada*

**Zaki Baridwan**

*Universitas Gadjah Mada*

## PEMILIHAN MODEL *ASSET PRICING*

**Rowland Bismark Fernando Pasaribu**

Moores Rowland Indonesia

Jalan Komando III/2, Nomor 37 Karet Belakang, Setiabudi, Jakarta Selatan, 12920

*E-mail:* rowland.pasaribu@gmail.com

### ABSTRACT

The Capital Asset Pricing Model (CAPM) has dominated finance theory for over thirty years; it suggests that the market beta alone is sufficient to explain stock returns. However evidence shows that the cross-section of stock returns cannot be described solely by the one-factor CAPM. Therefore, the idea is to add other factors in order to complete the beta in explaining the price movements in the stock exchange. The Arbitrage Pricing Theory (APT) has been proposed as the first multifactor successor to the CAPM without being a real success. Later, researchers support that average stock returns are related to some fundamental factors such as size, book-to-market equity and momentum. Alternative studies come as a response to the poor performance of the standard CAPM. They argue that investors choose their portfolio by using not only the first two moments but also the skewness and kurtosis. The main contribution of this paper is comparison between the CAPM, the Fama and French asset pricing model (TFPM) and the Four Factor Pricing Model (FFPM) adding the third and fourth moments to calculate expected return of non-financial Indonesian listed firms. The selection of the best model is based on the highest coefficient of determination. The kurtosis-FFPM turned out to be the best model.

**Keywords:** stock expected return, CAPM, TFPM, FFPM, skewness, kurtosis

### PENDAHULUAN

Estimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan digunakan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan keuangan seperti prediksi biaya ekuitas keputusan investasi, manajemen portofolio, penganggaran modal, dan evaluasi kinerja. Model yang sering digunakan untuk mengestimasi biaya modal rata-rata tertimbang adalah versi klasik CAPM-nya Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966) seperti dilaporkan oleh Graham dan Harvey (2001).

CAPM menunjukkan variasi lintas sektor dalam tingkat pengembalian yang diharapkan yang dapat dijelaskan hanya dengan beta pasar. Sementara telah banyak bukti penelitian sebelumnya yang menunjukkan (Fama dan French, 1992; Strong dan Xu, 1997); Jagannathan dan Wang, 1996; dan Lettau dan Ludvigson, 2001) bahwa tingkat pengembalian saham lintas sektor tidak dapat secara penuh diuraikan oleh faktor tunggal beta. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa, di samping beta pasar, tingkat pengembalian rata-rata saham berhubungan dengan ukuran perusahaan (Banz, 1981), rasio *earning/price* (Basu, 1983), rasio *book-to-market equity* (Rosenberg *et al.*, 1985), dan pertumbuhan penjualan masa lalu (Lakonishok *et al.*, 1994). Tingkat pengembalian saham juga memperlihatkan karakter pembalikan jangka panjang (Debondt dan Thaler, 1985) dan momentum jangka pendek (Jegadeesh dan Titman, 1993).

Terhadap anomali tersebut, para akademisi telah menguji kinerja model alternatif yang dapat menjelaskan

lebih baik mengenai tingkat pengembalian saham. Dalam literatur *asset pricing*, model ini mengambil tiga arah yang terpisah, yaitu 1) Model multifaktor yang menambahkan beberapa faktor kepada tingkat pengembalian pasar seperti CAPM antarmassa-nya Merton (1973), Model Fama-French; 2) Teori Harga Arbitrage-nya Ross (1977); dan 3) Model *non-parametric* yang mengkritik linearitas CAPM seperti yang disampaikan Bansal dan Viswanathan (1993) dan mengikutsertakan *moment* tambahan seperti yang digambarkan Harvey dan Siddique (2000) serta Dittmar (2002).

Fama dan French (1992) menyatakan bahwa dua variabel, yaitu ukuran perusahaan dan rasio *book-to-market* memberikan penjelasan yang lebih baik menyangkut nilai rata-rata tingkat pengembalian saham lintas sektor dibanding CAPM. Sebagai konsekuensi, Fama dan French (1993) memperluas model faktor tunggal menjadi model tiga faktor dengan menambahkan rata-rata sensitivitas tingkat pengembalian saham ke dalam ukuran perusahaan dan rasio *book-to-market*. Hal ini menunjukkan bahwa model penetapan harga tiga faktor (TFPM) dapat menangkap anomali pasar lebih besar kecuali anomali *moment* (Fama dan French, 1996 dan Asness, 1997).

Selanjutnya, Jegadeesh dan Titman (1993, 2001) berpendapat bahwa terdapat bukti-bukti substansial yang menunjukkan bahwa kinerja saham yang baik atau buruk selama satu hingga tiga tahun cenderung tidak mengalami perubahan yang signifikan (tetap baik atau buruk) untuk periode berikutnya. Strategi *trading moment* yang mengeksploitasi fenomena ini secara konsisten telah memberikan keuntungan di pasar Amerika Serikat dan di pasar yang sedang berkembang. Menyikapi kondisi demikian, Carhart (1997) mengusulkan model penetapan harga empat faktor (FFPM) dengan menambahkan *moment* pada model Fama dan French untuk menjelaskan tingkat pengembalian saham rata-rata.

Penelitian alternatifpun bermunculan dengan garis merah pada latar belakang datang untuk memberi penjelasan tambahan atau bahkan modifikasi ulang atas kurang memadainya kinerja CAPM. Penelitian-penelitian tersebut mengembangkan CAPM tiga Momen, dimana para investor mempertimbangkan *skewness* dalam pilihan portofolionya, sebagai dua momen tambahan pada CAPM klasik. Dittmar (2002)

memperluas CAPM tiga momen menjadi CAPM empat momen dengan menambahkan kurtosis bagi preferensi investor. Penelitian yang mencermati penggunaan faktor *moment* sebagai varian model *asset pricing* masih belum banyak dilakukan di Indonesia. Oleh karena itu, berdasarkan uraian tersebut penelitian ini bermaksud untuk mengeksplorasi faktor momentum pada beberapa model *asset pricing*.

Tujuan utama penelitian ini adalah untuk memilih model *asset pricing* yang terbaik dalam hal kemampuan proksi premi risiko menjelaskan estimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada emiten non-keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2006. Hasil studi ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap literatur manajemen keuangan dalam hal komparasi model *asset pricing* untuk mengestimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan, khususnya yang mempertimbangkan model *pricing* tiga momen dan empat momen yang diperluas dengan faktor *skewness* dan *kurtosis*.

## MATERI DAN METODE PENELITIAN

Karena ketidakpuasan terhadap model *asset pricing* faktor tunggal dalam menjelaskan ekspektasi tingkat pengembalian saham, penelitian sebelumnya menyatakan bahwa penyimpangan resiko *trade-off* dan tingkat pengembalian CAPM memiliki hubungan di antara variabel-variabel lainnya, yaitu ukuran perusahaan (Banz, 1981), *earning yield* (Basu, 1977 dan 1983), *leverage* (Bhandari, 1988), dan rasio nilai buku perusahaan terhadap nilai pasarnya (Stattman, 1980; Rosenberg *et al.*, 1985; Chan, Hamao dan Lakonishok, 1991). Secara khusus, Basu (1977, 1983), Banz (1981), Reinganum (1981), Lakonishok dan Shapiro (1986), Kato dan Shallheim (1985), dan Ritter (2003) melakukan studi empiris mengenai pengaruh *earning yield* dan ukuran perusahaan terhadap tingkat pengembalian saham. Kraus dan Lintzenberg (1976) mengusulkan *moment-skewness* berikutnya sebagai faktor tambahan, sementara Harvey dan Siddique (2000) menjelaskan bahwa investor itu menyukai portofolio yang memiliki *skewness* ke kanan dibanding portofolio yang arah *skewness*-nya ke kiri sehingga *asset* dengan tingkat pengembalian memiliki *skewness* ke arah kiri lebih diinginkan dan menghasilkan tingkat pengembalian yang diharapkan yang tinggi, demikian

sebaliknya. Hal ini memberikan pertimbangan bagi model CAPM 3 Moment (SCAPM). Dittmar (2002) memperluas preferensi investor ini dengan menambah pertimbangan *skewness* dan *kurtosis*. *Moment* keempat, *kurtosis* ditambahkan untuk menjelaskan probabilitas hasil yang ekstrim yaitu hasil yang sangat menyimpang dari rata-rata.

Fama dan French (1993, 1996) mengusulkan model tiga faktor dimana ekspektasi tingkat pengembalian suatu *asset* tergantung pada sensitivitas tingkat pengembaliannya terhadap tingkat pengembalian pasar dan tingkat pengembalian pada dua portofolio yang diprosikan sebagai tambahan faktor risiko mengacu pada ukuran perusahaan dan rasio *book-to-market* atau BE/ME. Penggunaan ke dua proksi ini didukung oleh Huberman dan Kandel (1987) serta Chan *et al.* (1985). Mengenai proksi premi risiko yang berasosiasi dengan portofolio ukuran perusahaan atau *Small Minus Big* (SMB), Huberman dan Kandel (1987) menyatakan bahwa terdapat korelasi antara pengembalian dan saham kecil tidak terdeteksi oleh pengembalian pasar. Sementara perihai perbedaan antara rata-rata tingkat pengembalian portofolio saham dengan rasio BE/ME yang tinggi (*Small/High* dan *Big/High*) dan rata-rata tingkat pengembalian portofolio saham dengan rasio BE/ME yang rendah (*Small/Low* dan *Big/Low*) atau *High Minus Low* (HML), Chan *et al.* (1985) menyatakan bahwa korelasi antara tingkat pengembalian dan level *distress* relatif perusahaan yang diukur dengan rasio BE/ME tidak terdeteksi portofolio pasar.

Penggunaan proksi portofolio saham *winner* atau *Winner Minus Looser* (WML) untuk menjelaskan tingkat pengembalian saham telah dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1993) yang menunjukkan bahwa terdapat asosiasi antara tingkat pengembalian dan kinerja saham periode sebelumnya yang tidak terdeteksi oleh portofolio pasar, ukuran perusahaan, dan faktor *distress-relative*. Lebih lanjut, Carhart (1997) menyatakan bahwa kelebihan tingkat pengembalian dari suatu saham dapat dijelaskan oleh portofolio pasar dan model tiga faktor yang dirancang untuk meniru variabel risiko ukuran yang dihubungkan dengan ukuran perusahaan, rasio *book-to-market* (BE/ME), dan *moment*. Bennaceur dan Chaibi (2007), memodifikasi penelitian Fama dan French (1996), Carhart (1997), serta Dittmar (2002) untuk prediksi tingkat pengembalian

saham yang diharapkan dalam mengestimasi biaya ekuitas emiten di Tunisia. Hasil penelitian menyatakan bahwa model *asset pricing*-nya Carhart (1997) superior dibanding model *asset pricing* lainnya.

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah penambahan proksi *skewness* dan *kurtosis* pada model *asset pricing* empat faktor memiliki kemampuan yang lebih besar dibanding model *asset pricing* lainnya dalam menjelaskan variasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada emiten non-keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2003-2006.

Untuk melakukan penelitian ini peneliti membutuhkan data keuangan setiap emiten non-keuangan yang berupa harga saham, *market value*, dan *book value* periode bulanan, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 1 bulan selama periode 2003-2006, sehingga data yang diperlukan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Adapun kriteria pemilihan emiten untuk dipilih sebagai sampel adalah 1) Emiten non-finansial; 2) Telah menerbitkan laporan keuangan tahunan minimal sejak tahun 2003; dan 3) Tidak memiliki *book value* negatif selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut dipilih sejumlah 171 emiten sebagai sampel penelitian. Selanjutnya, akan dihitung tingkat pengembalian saham periode bulanan dari 4 faktor dasar, yaitu  $R_m - R_f$ , SMB, HML, dan WML. Data keuangan setiap emiten dan IHSG selama periode tahun 2003-2006 diperoleh dengan cara *men-download* melalui *website* BEI yaitu <http://www.jsx.co.id>. Studi pustaka atau literatur dilakukan untuk mendukung pemahaman konsep-konsep yang berkaitan langsung dengan penelitian. Studi pustaka yang dilakukan meliputi hasil-hasil penelitian sebelumnya, buku-buku literatur, jurnal, dan sebagainya.

Penelitian ini menggunakan prosedur Fama dan French (1993) dalam menyusun enam portofolio ukuran perusahaan rasio BE/ME. Saham diperingkatkan dari yang terkecil sampai yang terbesar berdasarkan kapitalisasi pasar. Nilai median digunakan untuk memisahkan sampel ke dalam dua kelompok, kecil dan besar. Sampel kemudian diperingkatkan lagi setiap tahun berdasarkan rasio *book-to-market* dan kriteria *low*, *medium*, dan *high*. Penentuan kriteria rasio BE/ME adalah 30% terbawah adalah *low*, 40% adalah *medium*, dan 30% teratas adalah *high*. Nilai buku adalah



nilai buku ekuitas dikalikan harga penutupan per bulan. Perusahaan dengan nilai rasio BE/ME negatif tidak diikutsertakan sebagai sampel. Berdasarkan interseksi pada dua ukuran kapitalisasi pasar dan tiga kelompok rasio BE/ME, terbentuk 6 portofolio *size-BE/ME*, yaitu *Small/Low*, *Small/Medium*, *Small/High*, *Big/Low*, *Big/Medium*, dan *Big/High*.

Sama dengan proses pengelompokan berdasarkan rasio B/M, faktor *moment* dihitung mengikuti prosedur L'Her *et al.* (2004), dimana peringkat saham berdasarkan nilai rasio BE/ME 30% di atas nilai median dianggap sebagai saham *winner*, sebaliknya peringkat saham 30% di bawah nilai median dianggap saham *looser*. *Range* antara saham *winner* dan saham *looser* (40%) dianggap sebagai saham netral, sehingga berdasarkan kriteria tersebut dipadu dengan faktor ukuran perusahaan akan terbentuk enam portofolio, yaitu *Small/Looser*, *Small/Neutral*, *Small/Winner*, *Big/Looser*, *Big/Neutral*, dan *Big/Winner*. Pemeringkatan dilakukan per tahun untuk 12 portofolio yang terbentuk. Selanjutnya menghitung premi risiko yang berasosiasi dengan portofolio ukuran perusahaan (SMB), *high book-to-market equity* (HML), dan portofolio saham *winner* (WML).

Fama dan French (2004) menyimpulkan bahwa kelemahan pendekatan CAPM adalah model tersebut *invalid*. Berdasarkan teori CAPM, investor memiliki pilihan terhadap tingkat pengembalian portofolio yang di atas nilai rata-rata dan *varians*-nya. Bagaimanapun, terdapat banyak bukti yang menunjukkan bahwa distribusi tingkat pengembalian tidak cukup diterangkan oleh nilai rata-rata dan varian itu sendiri. Kraus dan Lintzenberg (1976) mengusulkan *moment-skewness* berikutnya sebagai faktor tambahan. Harvey dan Siddique (2000) menjelaskan bahwa investor itu menyukai portofolio yang memiliki *skewness* ke kanan dibanding portofolio yang arah *skewness*-nya ke kiri sehingga *asset* dengan tingkat pengembalian memiliki *skewness* ke arah kiri lebih diinginkan dan menghasilkan tingkat pengembalian yang diharapkan yang tinggi, demikian sebaliknya. Hal ini memberikan pertimbangan bagi model CAPM 3 *moment* (SCAPM) mengikuti prosedur, dimana tingkat pengembalian yang diharapkan dari saham *i* dijelaskan dengan persamaan berikut:

$$(1) \quad E(R_i) - R_f = b_1 [E(R_m) - R_f] + b_i [E(R_m) - R_f]^2$$

Keterangan:

$b_1$  dan  $b_2$  adalah slope dari persamaan regresi berikut:

$$(2) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_1 [R_{mt} - R_{ft}] + b_2 [R_{mt} - R_{ft}]^2 \\ i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Dittmar (2002) memperluas preferensi investor dengan menambah pertimbangan *skewness* dan *kurtosis*. *Moment* ke-4, *kurtosis* ditambahkan untuk menjelaskan probabilitas hasil yang ekstrim yaitu hasil yang sangat menyimpang dari rata-rata. Darlington (1970) menjelaskan *kurtosis* sebagai tingkat derajat untuk dimana pada varian tertentu suatu distribusi dihargai ke arah ekor-nya. Dengan pertimbangan tersebut, berdasarkan CAPM empat *moment* (KCAPM), tingkat pengembalian saham *i* yang diharapkan dijelaskan oleh persamaan berikut:

$$(3) \quad E(R_i) - R_f = b_1 [E(R_m) - R_f] + b_2 [E(R_m) - R_f]^2 + \\ b_3 [E(R_m) - R_f]^3$$

Keterangan:

$b_1$ ,  $b_2$ , dan  $b_3$  adalah slope dari persamaan regresi berikut:

$$(4) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_1 [R_{mt} - R_{ft}] + b_2 [R_{mt} - R_{ft}]^2 + \\ b_3 [R_{mt} - R_{ft}]^3 \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Fama dan French (1993, 1996) mengusulkan suatu model 3 faktor dimana tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu *asset* tergantung pada sensitivitas tingkat pengembaliannya terhadap tingkat pengembalian pasar dan tingkat pengembalian pada 2 portofolio yang dimaksud untuk meniru tambahan faktor resiko sehubungan dengan ukuran perusahaan dan BE/ME *equity*. Persamaan tingkat pengembalian yang diharapkan pada model 3 faktor untuk saham *i*,  $i = 1 \dots, n$  adalah sebagai berikut:

$$(5) \quad E(R_i) - R_f = b_1 [E(R_m) - R_f] + s_i E(SMB) + \\ h_i E(HML)$$

Keterangan:

$b_i$ ,  $s_i$ , dan  $h_i$  adalah *slope* dari persamaan regresi berikut:



$$(6) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_i [E(R_m - R_f)] + s_i E(SMB) + h_i(HML) \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Penggunaan SMB dalam menjelaskan tingkat pengembalian adalah sejalan dengan penelitian Huberman dan Kandel (1987) yang menyatakan bahwa terdapat korelasi antara pengembalian dan saham kecil yang tidak terdeteksi oleh pengembalian pasar. Selanjutnya pertimbangan mengenai HML terhadap tingkat pengembalian yang diharapkan sependapat dengan penelitian Chan *et al.* (1985) yang menyatakan bahwa korelasi antara tingkat pengembalian dan level *distress* relatif perusahaan yang diukur dengan rasio BE/ME tidak terdeteksi portfolio pasar.

*Factor Four Price Model* (FFPM) Carhart (1997) menyatakan bahwa kelebihan tingkat pengembalian dari suatu saham dapat dijelaskan oleh portofolio pasar dan model 3 faktor yang dirancang sebagai replikasi variabel risiko ukuran yang dihubungkan dengan ukuran perusahaan, rasio *book-to-market* (B/M), dan *moment*. Menurut FFPM, tingkat pengembalian yang diharapkan saham *i* adalah sebagai berikut:

$$(7) \quad E(R_i) - R_f = b_i [E(R_m) - R_f] + s_i E(SMB) + h_i E(HML) + w_i (WML)$$

Keterangan:

$b_i$ ,  $s_i$ , dan  $h_i$ , dan  $w_i$  adalah slope dari persamaan regresi berikut:

$$(8) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_i [E(R_m - R_f)] + s_i E(SMB) + h_i(HML) + w_i(WML) \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Penggunaan proksi WML untuk menjelaskan tingkat pengembalian sejalan dengan penelitian Jegadeesh dan Titman (1993) yang menunjukkan bahwa terdapat asosiasi antara tingkat pengembalian dan kinerja saham periode sebelumnya yang tidak terdeteksi oleh portfolio pasar, ukuran perusahaan, dan faktor *distress-relative*. Salah satu kontribusi penelitian ini adalah memperluas model CAPM, model Fama-French (TFPM), dan model Carhart (FFPM) terhadap penggunaan proksi *skewness* dan *kurtosis*. Oleh karena itu, diperoleh SCAPM, KCAPM, STFPM, KTFPM, SFFPM, dan KFFPM.

Persamaan tingkat pengembalian yang diharapkan saham *i* pada TFPM 3 *Moment* (STFPM) adalah sebagai berikut:

$$(9) \quad E(R_i) - R_f = b_i [E(R_m) - R_f] + b_i E(R_m - R_f)^2 + s_i E(SMB) + h_i E(HML)$$

Keterangan:

$b_{1i}$ ,  $b_{2i}$ ,  $s_i$ , dan  $h_i$  adalah *slope* dari persamaan regresi berikut:

$$(10) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_i [E(R_m - R_f)] + b_{2i} [E(R_m - R_f)]^2 + s_i E(SMB) + h_i(HML) \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Perluasan TFPM 3 *moment* kepada TFPM 4 *moment* (KFTPM) dengan mengikutsertakan faktor *kurtosis*. Pada model ini, tingkat pengembalian saham yang diharapkan *equal* dengan:

$$(11) \quad E(R_i) - R_f = b_{1i} [E(R_m) - R_f] + b_{2i} [E(R_m - R_f)]^2 + b_{3i} [E(R_m - R_f)]^3 + s_i E(SMB) + h_i(HML)$$

Keterangan:

$b_{1i}$ ,  $b_{2i}$ ,  $b_{3i}$ ,  $s_i$ , dan  $h_i$  adalah *slope* dari persamaan regresi berikut:

$$(12) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_i [E(R_m - R_f)] + b_{2i} [E(R_m - R_f)]^2 + b_{3i} [E(R_m - R_f)]^3 + s_i E(SMB) + h_i(HML) \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Pada model selanjutnya faktor *skewness* ditambahkan ke FFPM dan persamaan tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada FFPM 4 *moment* (SFFPM) pada saham *i* sama dengan:

$$(13) \quad E(R_i) - R_f = b_{1i} [E(R_m) - R_f] + b_{2i} [E(R_m - R_f)]^2 + s_i E(SMB) + h_i(HML) + w_i E(WML) \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Keterangan:

$b_{1i}$ ,  $b_{2i}$ ,  $s_i$ ,  $h_i$ , dan  $w_i$  adalah *slope* dari persamaan regresi berikut:

$$(14) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_{1i} [E(R_{mt} - R_{ft})] + b_{2i} [E(R_{mt} - R_{ft})]^2 + s_i E(\text{SMB}) + h_i (\text{HML}) + w_i (\text{WML})$$

$$i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Perluasan FFPM 3 *moment* kepada FFPM 4 *moment* (KFFPM) juga dilakukan dengan penambahan faktor *kurtosis* dan persamaan tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada saham *i* sama dengan:

$$(15) \quad E(R_{it} - R_{ft}) = b_{1i} [E(R_{mt} - R_{ft})] + b_{2i} [E(R_{mt} - R_{ft})]^2 + b_{3i} [E(R_{mt} - R_{ft})]^3 + s_i E(\text{SMB}) + h_i E(\text{HML}) + w_i E(\text{WML})$$

Keterangan:

$b_{1i}$ ,  $b_{2i}$ ,  $b_{3i}$ ,  $s_i$ , dan  $h_i$  adalah *slope* dari persamaan regresi berikut:

$$(16) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_{1i} [E(R_{mt} - R_{ft})] + b_{2i} [E(R_{mt} - R_{ft})]^2 + b_{3i} [E(R_{mt} - R_{ft})]^3 + s_i E(\text{SMB}) + h_i (\text{HML}) + w_i E(\text{WML})$$

$$i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Dalam rangka memilih model terbaik di antara sembilan model tersebut, penelitian ini menggunakan dua kriteria, yaitu Akaike's *Information Criterion* (AIC) dan Schwarz *Criterion* (SC). Kriteria spesifikasi formal ini didesain untuk membantu dalam pemilihan model terbaik. Penelitian ini menghitung AIC dan SC untuk setiap model dan nilai terendah mengindikasikan kinerja model terbaik. Selain itu, penetapan kinerja model terbaik juga dilakukan dengan mengacu pada koefisien determinasi mengikuti kriteria pada penelitian sebelumnya (Bryant dan Eleswarapu, 1997; Bartholdy dan Peare, 2003, 2005; Drew dan Veeraraghavan, 2003). Model estimasi terbaik berdasarkan kriteria ini adalah yang memiliki koefisien tertinggi, sedangkan uji hipotesis dilakukan dengan pendekatan signifikansi simultan dan parsial.

## HASIL PENELITIAN

Pada bagian ini akan dibahas mengenai statistik deskriptif tingkat pengembalian pasar, tingkat pengembalian portofolio saham berdasarkan kriteria

kapitalisasi pasar, rasio BE/ME, dan momentum saham. Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif mengenai tingkat pengembalian saham rata-rata untuk masing-masing kategori portofolio. Nilai rata-rata minimal tingkat pengembalian untuk seluruh portofolio adalah negatif dimana yang terkecil terdapat pada portofolio saham dengan kapitalisasi kecil dan netral (S/N). Nilai negatif terbesar justru untuk portofolio saham yang kapitalisasi pasarnya besar dan rasio BE/ME tinggi (B/H). Portofolio yang memberikan nilai rata-rata *return* tertinggi selama periode 2003-2004 adalah saham-saham *winner* yang kapitalisasi pasarnya besar (B/W) yaitu 92,7%. Nilai maksimal rata-rata *return* pasar selama 2003-2006 adalah sebesar 4%.

**Tabel 1**  
**Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Min	Maks
<i>Big/High</i>	48	-0.404	0.643
<i>Big/Medium</i>	48	-0.280	0.139
<i>Big/Low</i>	48	-0.218	0.270
<i>Small/High</i>	48	-0.193	0.099
<i>Small/Medium</i>	48	-0.183	0.102
<i>Small/Low</i>	48	-0.198	0.520
<i>Big/Winner</i>	48	-0.301	0.927
<i>Big/Neutral</i>	48	-0.282	0.075
<i>Big/Looser</i>	48	-0.189	0.390
<i>Small/Winner</i>	48	-0.209	0.180
<i>Small/Neutral</i>	48	-0.180	0.040
<i>Small/Looser</i>	48	-0.191	0.716
<i>Mkt</i>	48	-0.208	0.040

**Sumber:** Hasil olah data sekunder.

Berdasarkan Tabel 2 Panel A.1 diperoleh informasi, bahwa secara parsial proksi pasar hanya berpengaruh signifikan terhadap enam portofolio, yaitu *Big/Low*, *Small/High*, *Small/Low*, *Big/Looser*, *Small/Winner*, *Small/Looser*. Model CAPM rata-rata hanya mampu menjelaskan variasi tingkat pengembalian yang diharapkan sebesar 7,4% pada dua belas portofolio yang terbentuk. Nilai koefisien determinasi tertinggi dihasilkan oleh portofolio dengan rasio B/M yang rendah. Untuk model SCAPM (Tabel 2 Panel A.2), penambahan faktor *skewness* secara keseluruhan

meningkatkan kemampuan model dalam mengestimasi tingkat pengembalian yang diharapkan, nilai rata-rata koefisien determinasi untuk keseluruhan portofolio adalah sebesar 14,3%. Penambahan faktor ini terutama meningkatkan koefisien secara signifikan pada koefisien determinasi 4 portofolio (*Big/Low*, *Small/Low*, *Big/Looser*, dan *Small/Looser*).

Untuk model KCAPM (Tabel 2 Panel A.3), penambahan faktor *kurtosis* secara keseluruhan meningkatkan kemampuan model dalam mengestimasi tingkat pengembalian yang diharapkan, nilai rata-rata koefisien determinasi untuk keseluruhan portofolio adalah sebesar 17,9%. Penambahan faktor *kurtosis* terutama meningkatkan koefisien determinasi secara signifikan pada 4 portofolio (*Big/Low*, *Small/Low*, *Big/Looser*, dan *Small/Looser*). Secara parsial, faktor *kurtosis* hanya berpengaruh signifikan pada portofolio (*Small/Low* dan *Small/Looser*).

Model 3 faktor (Panel B.1) memiliki nilai rata-rata *agregate* yang lebih baik dibanding model 1 faktor dalam mengestimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan, yakni 28,9%. Secara khusus peningkatan ini terjadi pada portofolio berkapitalisasi besar yang memiliki rasio B/M tinggi dan kategori *winner*. Secara parsial, kedua proksi berpengaruh signifikan terhadap 7 portofolio (*Big/High*, *Big/Low*, *Small/Low*, *Big/Winner*, *Big/Neutral*, *Big/Looser*, dan *Small/Looser*). Penambahan *skewness* pada model 3 faktor, secara rata-rata *agregate* meningkatkan kemampuan model untuk mengestimasi tingkat pengembalian yang diharapkan pada saham sebesar 34,7%.

Proksi *skewness* (Panel B.2) berpengaruh signifikan pada 7 portofolio saham (*Big/High*, *Big/Low*, *Small/High*, *Small/Low*, *Big/Looser*, *Small/Winner*, dan *Small/Looser*). Secara khusus, peningkatan koefisien determinasi terjadi pada portofolio saham berkapitalisasi besar (*Big/High* dan *Big/Winner*). Untuk penambahan proksi *kurtosis* (Panel B.3), kemampuan model untuk mengestimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan secara rata-rata *agregate* meningkat menjadi 38,1%, dimana peningkatan ini paling besar terjadi pada juga pada saham berkapitalisasi besar (*Big/High* dan *Big/Winner*). Proksi *kurtosis* secara parsial signifikan pada 4 portofolio saham yaitu, *Big/High*, *Small/Low*, *Big/Winner*, dan *Small/Looser*.

Pada model 4 faktor (Panel C.1), secara parsial ke-4 faktor berpengaruh signifikan terhadap sembilan

portofolio (*Big/High*, *Big/Low*, *Small/High*, *Small/Low*, *Big/Winner*, *Big/Looser*, *Big/Neutral*, *Small/Winner*, dan *Small/Looser*). Proksi *moment* (WML) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap saham berkapitalisasi besar (*Big/Winner* dan *Big/Looser*). Nilai rata-rata *agregate* koefisien determinasi adalah 31,3%. Peningkatan ini paling besar terjadi pada portofolio saham berkapitalisasi besar (*Big/High* dan *Big/Winner*).

Penambahan proksi *skewness* pada model 4 faktor (Panel C.2) meningkatkan nilai rata-rata *agregate* koefisien determinasi menjadi 37,1%, dimana peningkatan terbesar terjadi pada portofolio saham berkapitalisasi besar; yaitu *Big/High* (73,14%) dan *Big/Winner* (76,53%). Secara parsial, proksi *skewness* berpengaruh signifikan terhadap tujuh portofolio (*Big/Low*, *Small/High*, *Small/Low*, *Big/Winner*, *Big/Looser*, *Small/Winner*, dan *Small/Looser*).

Penambahan proksi *kurtosis* pada model 4 faktor (Panel C.3) meningkatkan nilai rata-rata *agregate* koefisien determinasi menjadi 40,9%, dimana peningkatan terbesar terjadi pada portofolio saham berkapitalisasi besar, yaitu *Big/High* (79,89%) dan *Big/Winner* (84,18%). Secara parsial, proksi *skewness* berpengaruh signifikan terhadap 4 portofolio (*Big/High*, *Small/Low*, *Big/Winner*, dan *Small/Looser*).

## PEMBAHASAN

Tabel 3 Panel A adalah hasil rekapitulasi *agregat* dari dua ukuran kinerja model (AIC dan SC) yang menunjukkan bahwa model KCAPM mengarah pada kinerja model *pricing* yang terbaik. Dengan menggunakan IHSG sebagai acuan tingkat pengembalian pasar meningkatkan bentuk model KCAPM dari -0,526 (CAPM Klasik) menjadi -0,472 untuk CAPM empat *moment* (KCAPM). Hal sebaliknya justru terjadi pada model Fama dan French (3 faktor) dan Model Carhart (4 faktor). Untuk model Fama dan French (TFPM) dan model empat faktor (FFPM), memasukkan *moment* terhadap nilai *mean* dan varian justru semakin menghasilkan kinerja yang buruk dalam konteks kekuatan menjelaskan tingkat pengembalian saham. Dengan kata lain, para investor yang menggunakan model multifaktor pada BEI agar tidak mempertimbangkan faktor lainnya terhadap nilai *mean* dan varian tingkat pengembalian portofolio untuk

pilihan investasinya. Secara agregat, dari ketiga model *asset pricing* yang memiliki kinerja model terbaik menurut kriteria AIC dan SC adalah model CAPM empat *moment* (KCAPM).

Untuk kriteria koefisien determinasi (Tabel 3 Panel B), secara umum dapat dikatakan bahwa penggunaan model *asset pricing* 4 faktor memang lebih *superior* dibanding dua model lainnya (3 faktor dan 1 faktor) apabila dilihat dari rata-rata koefisien determinasi *aggregate* ataupun per portofolio. Hal ini membuktikan bahwa tidak cukup hanya faktor pasar dalam mengestimasi proksi risiko tetapi juga faktor ukuran perusahaan, rasio BE/ME, *moment*, *skewness*, dan *kurtosis*.

Dalam hal penambahan proksi *skewness* ke dalam model CAPM, hasil penelitian ini secara umum kurang sependapat dengan Harvey dan Siddique (2000), karena berdasarkan hasil uji parsial, ternyata proksi *skewness* hanya berpengaruh signifikan terhadap portofolio saham yang rendah rasio BE/ME-nya dan saham *looser*, sedang untuk saham-saham *winner* kurang begitu memperhatikan proksi *skewness* ini.

Untuk model 3 faktor, secara umum penelitian ini mendukung penelitian Fama dan French, bahwa model 3 faktor memiliki kemampuan yang lebih memadai dibanding model CAPM-nya Sharpe dan kawan-kawan dalam menjelaskan faktor lain selain risiko pasar yang menjelaskan tingkat pengembalian saham yang diharapkan. Secara khusus, hasil penelitian sependapat dengan Huberman dan Kandel (1987), bahwa proksi SMB tidak berpengaruh signifikan terhadap portofolio saham berkapitalisasi kecil, sedang untuk proksi HML penelitian ini tidak sependapat dengan Chan et al. (1985), karena berdasarkan hasil uji parsial, proksi HML berpengaruh signifikan terhadap 6 portofolio (*Big/High*, *Big/Low*, *Small/Low*, *Big/Winner*, *Big/Looser*, dan *Small/Looser*). Di samping itu, proksi HML secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap portofolio kategori medium dan netral. Untuk model FFPM, penelitian ini sependapat dengan Carhart (1997) dan Jegadeesh and Titman (1993), bahwa penambahan faktor WML dapat meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan tingkat pengembalian saham yang diharapkan. Bahkan hal ini semakin dipertegas setelah menambahkan faktor *skewness* dan *kurtosis* ke dalam model.

## SIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN, DAN SARAN

### Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui model *asset pricing* yang terbaik dari sembilan model yang ada berdasarkan indikator koefisien determinasi guna mengestimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada emiten saham non-keuangan di BEI periode 2003-2006. Dalam hal menetapkan kinerja model yang terbaik untuk mengestimasi biaya ekuitas, penelitian ini menggunakan dua pendekatan (kriteria informasi dan kemampuan menjelaskan variasi) memberikan hasil yang bertolak belakang satu sama lain perihal penambahan *moment* ke dalam pembentukan model *asset pricing* dengan pendekatan kriteria informasi model terbaik adalah model CAPM empat *moment* (SCAPM). Berdasarkan kriteria koefisien determinasi dapat disimpulkan bahwa secara umum penggunaan model *asset pricing* 4 faktor memang lebih *superior* dibanding dua model lainnya (3 faktor dan 1 faktor) dilihat dari rata-rata koefisien determinasi *aggregate* ataupun setiap portofolio yang terbentuk. Bahkan semakin dipertegas setelah menambahkan faktor *skewness* dan *kurtosis* ke dalam model.

### Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini juga memiliki beberapa keterbatasan, yaitu 1) Sampel penelitian yang digunakan hanya emiten yang tergabung dalam industri non-keuangan dan 2) Periode penelitian yang pendek (2003-2006). Oleh karena itu, diharapkan pada penelitian selanjutnya akan lebih memadai apabila sampel yang bergerak di industri keuangan juga diikutsertakan. Adapun perihal format analisisnya dapat secara *pooling* data atau parsial berdasarkan industri. Perpanjangan periode penelitian dimaksudkan agar diperoleh hasil yang lebih komprehensif.

### Saran

Model penelitian dapat ditambahkan dengan penggunaan pendekatan model *asset pricing* yang lain, misalnya model GARCH (rasio kovarian terhadap varian), model faktor linier dinamik (membuat asumsi

perihal bagaimana risiko sistematis berubah), dan model yang dibentuk untuk pasar sedang berkembang (Godfrey dan Espinosa, 1996; Erb *et. al.*, 1996; Damodaran, 1998 serta; Estrada, 2000). Sebagaimana liberalisasi pasar modal yang terjadi, akan lebih menarik untuk dilakukan komparasi model antara indeks global dan indeks pasar internasional lainnya karena semakin terintegrasinya BEI dengan bursa saham negara-negara lainnya.

# DAFTAR PUSTAKA

- Asness, C.S. 1997. The Interaction of Value and Momentum Strategies. *Financial Analysts Journal*, March/April: 29-35.
- Bansal, R. dan Viswanathan, S. 1993. No Arbitrage and Arbitrage Pricing. *Journal of Finance* 48: 1231-1262.
- Banz, R.W. 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 9: 3-18.
- Barnes, M.L. dan Lopez, J.A. 2006. Alternative Measures of The Federal Reserve Banks Cost of Equity Capital. *Journal of Banking and Finance*, 30: 1687-1711.
- Banz, Rolf W. 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock. *Journal of Financial Economics*. Vol. 9: 3-18.
- Basu, S. 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earning Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, 12: 129-156.
- Basu, S. 1983. The Relationship Between Earnings Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence. *Journal of Financial Economics*, 12: 129-156.
- Bartholy, J. dan Peare, P. 2003. Unbiased Estimation of Expected Return Using CAPM. *International Review of Financial Analysis* 12: 69-81.
- Bartholy, J. dan Peare, P. 2005. Estimation of Expected Return: CAPM vs Fama and French. *International Review of Financial Analysis*, 14: 407-427.
- Bennaceur, Samy dan Hasna Chaibi. 2007. The Best Asset Pricing Model for Estimating Cost of Equity: Evidence from the Stock Exchange of Tunisia. *SSRN Papers*.
- Berkovitz, M.K. dan Qiu, J. 2001. Common Risk Factors in Explaining Canadian Equity Returns. *Working Paper*. University of Toronto.
- Bhandari, L. 1988. Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 43: 507-528.
- Black, Fisher. 1972. Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *Journal of Business* 45: 444-455.
- Bruner, R.F., Eades, K.M., Harris, R.S., dan Higgins, R.C. 1998. Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Syntheses. *Journal of Financial Practices and Education* 27: 13-28.
- Bryant, P.S. dan Eleswarapu, V.R. 1997. Cross-Sectional Determinants of New Zealand Share Market Returns. *Accounting and Finance* 37: 181-205.
- Carhart, M.M. 1997. On Persistence on Mutual Fund Performance. *Journal of Finance* 52: 57-82.
- Chan, K. C., Chen, N., dan Hsieh, D. 1985. An Exploratory Investigation of the Firm Size. *Journal Of Financial Economics*, Vol.14: 451-571.
- Chan L., Hamao Y., dan Lakonishok J. 1991. Fundamentals And Stock Returns In Japan. *Journal Of Finance*, Vol. XLVI, No 5.
- Darlington, R.B. 1970. Is Kurtosis Really "Peakedness"? *The American Statistician* 24: 19-22.



- Debondt, W.F.M. dan Thaler, R.H. 1985. Does the Stock Market Overreact. *Journal Of Finance* 40: 793-805.
- Dittmar, R. 2002. Non-Linear Pricing Kernels, Kurtosis Preference and Cross-Section of Equity Returns. *Journal Of Finance* 57: 369-403.
- Drew, M.E. dan Veeraraghvan, M. 2003. Beta, Firm Size, Book-To-Market Equity And Stock Returns: Further Evidence From Emerging Markets. *Journal Of The Asia Pacific Economy* 8: 354-379.
- Fama, E.F. dan French, R.F. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal Of Finance* 47: 427-465.
- Fama, E.F. dan French, R.F. 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal Of Financial Economics* 33: 3-56.
- Fama, E.F. dan French, R.F. 1996. The CAPM is Wanted, Dead or Alive. *Journal Of Finance* 51: 1947-1958.
- Fama, E.F. dan French, R.F. 2004. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Working Paper*. University Of Chicago.
- Fletcher, J. dan Kihanda, J. 2005. An Examination of Alternative CAPM-Based Models in UK Stock Returns. *Journal Of Banking And Finance* 29: 2995-3014.
- Graham, J.R. dan Harvey, C.R. 2001. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal Of Financial Economics* 60: 187-24.
- Harvey, C.R. dan Siddique, A. 2000. Conditional Skewness in Asset Pricing Tests. *Journal Of Finance*, 55: 1263-1295.
- Hansen, L.P. dan Jagannathan, R. 1997. Assessing Specification Errors in Stochastic Discount Factor Models. *Journal Of Finance*, 52: 591-607.
- Huberman, G. dan Shmuel Kandel. 1987. Mean-Variance Spanning. *Journal Of Finance*, Vol. 42, Issue 4.
- Jagannathan, R. dan Wang, Z. 1996. The Conditional CAPM and the Cross-Section of Expected Returns. *Journal Of Finance* 51: 3-53.
- Jegadeesh, N. dan Titman, S. 1993. Returns To Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal Of Finance*, 48: 65-91.
- Kato, K., dan J. Shallheim. 1985. Seasonal And Size Anomalies In The Japanese Stock Market. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* 20: 243-260.
- Knez, P. dan M. Ready. 1997. On The Robustness of Size and Book-To-Market in Cross-Sectional Regressions. *Journal Of Finance*, Vol. LII, No. 4.
- Kothari S. P., Shanken J., dan Sloan G. 1995. Another Look at the Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal Of Finance*, Vol. L, No. 1.
- Kraus, A. dan Litzenberg, R. 1976. Skewness Preference and the Valuation of Risk Assets. *Journal Of Finance*, 31: 1085-1100.
- Lakonishok, Josef dan Alan C. Shapiro. 1986. Systematic Risk, Total Risk, and Size as Determinants Of Stock Market Returns. *Journal Of Banking And Finance*. Vol. 10, No. 1: 115-132.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. dan Vishny, R. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. *The Journal Of Finance*, 49: 1541-1578.
- Lettau, M. dan Ludvigson, S. 2001. Resurrecting The C (CAPM): A Cross-Sectional Test When Risk Premia Are Time-Varying. *Journal Of Political Economy*, 109: 1238-87.
- L'Her, J.F., Masmoudi, T. dan Suret, J.M. 2004. Evidence To Support The Four-Factor Pricing Model From The Canadian Stock Market. *Journal Of International Financial Markets, Institutions And*



- Money* 14: 313-328.
- Liew, J. dan Vassalou, M. 2000. Can Book-To-Market Size and Momentum Be Risk Factors That Predict Economic Growth? *Journal Of Financial Economics*, 57: 221-245.
- Lintner, J. 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Revue Of Economics And Statistics*, 47: 13-37.
- Merton, Robert C. 1973. An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. *Econometrica*, Vol 41, No. 5: 867-887.
- Mossin, J. 1966. Equilibrium in A Capital Asset Market. *Econometrica*, 37: 768-783.
- Reinganum, Marc R. 1981. A New Empirical Perspective on The CAPM. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*. Vol 16, No. 4: 439-462.
- Ritter, Jay R. 2003. *Investment Banking and Securities Issuance: Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science B.V.
- Rogers, Pablo dan José Roberto Securato. 2007. Comparative Study of CAPM, Fama and French And Reward Beta Approach in The Brazilian Market. *SSRN Papers*.
- Rosenberg, B., Reid, K., dan Lanstein, R. 1985. Persuasive Evidence Of Market Inefficiency. *Journal Of Portfolio Management*, 11: 9-17.
- Ross, S. 1977. Risk, Return And Arbitrage', Risk And Return In Finance I, Friend, I. And Bicksler, J. (Eds.), Ballinger, Cambridge.
- Sharpe, W.F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk. *Journal Of Finance*, 19: 425-442.
- Stattman, Dennis. 1980. Book Values And Stock Returns. *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers* 4: 25-45.
- Strong, N. dan Xu, X.G. 1997. Explaining the Cross-Section of UK Expected Stock Returns. *British Accounting Review*. 29: 1-24.

**Tabel 2**  
**Uji Hipotesis Simultan dan Parsial**

*Panel A. Model CAPM dan derivasinya*

	B/H-Rf	B/M-Rf	B/L-Rf	S/H-Rf	S/M-Rf	S/L-Rf	B/W-Rf	B/N-Rf	B/L-Rf	S/W-Rf	S/N-Rf	S/L-Rf
<b>A.1 CAPM</b>												
Sig.t & F	0.645	0.816	0.004	0.019	0.539	0.005	0.893	0.307	0.007	0.040	0.078	0.018
<b>A2. SCAPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.654	0.223	0.000	0.006	0.317	0.001	0.869	0.095	0.000	0.010	0.099	0.000
Sig.Skew	0.792	0.209	0.004	0.061	0.418	0.015	0.908	0.176	0.002	0.064	0.349	0.003
Sig.F	0.869	0.439	0.000	0.011	0.596	0.001	0.984	0.236	0.000	0.022	0.138	0.001
<b>A3. KCAPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.197	0.251	0.000	0.132	0.137	0.000	0.391	0.127	0.000	0.149	0.077	0.000
Sig.Skew	0.141	0.506	0.044	0.643	0.195	0.008	0.265	0.456	0.022	0.715	0.305	0.001
Sig.Kurt	0.146	0.720	0.191	0.328	0.259	0.034	0.262	0.677	0.125	0.384	0.413	0.008
Sig.F	0.486	0.623	0.000	0.020	0.507	0.000	0.725	0.387	0.000	0.039	0.203	0.000

*Panel B. Model Tiga Faktor dan Derivasinya*

	B/H-Rf	B/M-Rf	B/L-Rf	S/H-Rf	S/M-Rf	S/L-Rf	B/W-Rf	B/N-Rf	B/L-Rf	S/W-Rf	S/N-Rf	S/L-Rf
<b>B.1 Model TFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.012	0.681	0.005	0.012	0.459	0.015	0.061	0.207	0.010	0.029	0.064	0.056
Sig.SMB	0.000	0.052	0.001	0.366	0.253	0.691	0.000	0.017	0.003	0.329	0.255	0.693
Sig.HML	0.000	0.946	0.001	0.147	0.252	0.013	0.000	0.908	0.002	0.201	0.263	0.009
Sig.F	0.000	0.216	0.000	0.053	0.516	0.001	0.000	0.054	0.000	0.108	0.179	0.002
<b>B.2 Model STFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.004	0.188	0.001	0.001	0.162	0.004	0.020	0.072	0.001	0.002	0.045	0.002
Sig.Skew	0.044	0.204	0.018	0.015	0.232	0.048	0.092	0.165	0.010	0.019	0.187	0.012
Sig.SMB	0.000	0.076	0.001	0.201	0.195	0.498	0.000	0.026	0.005	0.182	0.189	0.446
Sig.HML	0.000	0.772	0.005	0.033	0.152	0.051	0.000	0.782	0.010	0.053	0.149	0.044
Sig.F	0.000	0.194	0.000	0.008	0.443	0.001	0.000	0.049	0.000	0.020	0.155	0.000
<b>B.3 Model KTFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.000	0.289	0.006	0.029	0.031	0.001	0.001	0.158	0.002	0.039	0.018	0.000
Sig.Skew	0.000	0.643	0.306	0.842	0.055	0.013	0.004	0.627	0.161	0.792	0.102	0.002
Sig.Kurt	0.001	0.880	0.660	0.662	0.093	0.040	0.011	0.885	0.439	0.729	0.177	0.008
Sig.SMB	0.000	0.094	0.003	0.257	0.096	0.245	0.000	0.034	0.009	0.227	0.111	0.156
Sig.HML	0.000	0.753	0.008	0.051	0.069	0.141	0.000	0.764	0.021	0.075	0.083	0.145
Sig.F	0.000	0.304	0.000	0.018	0.248	0.000	0.000	0.092	0.000	0.039	0.131	0.000

Panel C. Model Empat Faktor dan Derivasinya

	B/H-Rf	B/M-Rf	B/L-Rf	S/H-Rf	S/M-Rf	S/L-Rf	B/W-Rf	B/N-Rf	B/L-Rf	S/W-Rf	S/N-Rf	S/L-Rf
<b>C.1 Model FFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.014	0.710	0.006	0.014	0.538	0.013	0.023	0.242	0.012	0.029	0.081	0.053
Sig.SMB	0.000	0.053	0.001	0.381	0.278	0.656	0.000	0.015	0.001	0.327	0.279	0.677
Sig.HML	0.006	0.745	0.596	0.345	0.066	0.055	0.769	0.376	0.359	0.823	0.048	0.118
Sig.WML	0.550	0.701	0.319	0.691	0.130	0.315	0.004	0.309	0.014	0.752	0.093	0.586
Sig.F	0.000	0.336	0.000	0.102	0.328	0.002	0.000	0.071	0.000	0.191	0.100	0.005
<b>C2. Model SFFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.005	0.213	0.002	0.001	0.262	0.002	0.001	0.108	0.002	0.002	0.087	0.001
Sig.Skew	0.056	0.227	0.028	0.018	0.343	0.027	0.013	0.223	0.023	0.015	0.293	0.008
Sig.SMB	0.000	0.078	0.001	0.207	0.227	0.429	0.000	0.024	0.002	0.167	0.222	0.401
Sig.HML	0.006	0.792	0.502	0.384	0.074	0.035	0.656	0.408	0.400	0.915	0.054	0.071
Sig.WML	0.802	0.875	0.537	0.974	0.187	0.150	0.001	0.433	0.031	0.432	0.141	0.284
Sig.F	0.000	0.303	0.000	0.019	0.356	0.001	0.000	0.073	0.000	0.032	0.115	0.001
<b>C3. Model KFFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.000	0.331	0.012	0.039	0.070	0.000	0.000	0.253	0.011	0.031	0.048	0.000
Sig.Skew	0.000	0.678	0.388	0.858	0.101	0.004	0.000	0.771	0.346	0.671	0.188	0.001
Sig.Kurt	0.001	0.904	0.747	0.665	0.146	0.015	0.000	0.993	0.701	0.845	0.273	0.003
Sig.SMB	0.000	0.097	0.003	0.268	0.124	0.154	0.000	0.030	0.004	0.202	0.147	0.100
Sig.HML	0.004	0.802	0.493	0.373	0.089	0.016	0.396	0.415	0.422	0.905	0.064	0.029
Sig.WML	0.667	0.897	0.592	0.957	0.303	0.049	0.000	0.446	0.043	0.469	0.216	0.081
Sig.F	0.000	0.426	0.000	0.035	0.262	0.000	0.000	0.126	0.000	0.060	0.124	0.000

**Tabel 3**  
**Kinerja Model Asset Pricing**

Panel A. Pendekatan Kriteria Informasi

Model Asset Pricing	AIC	SC
CAPM	-0.526	-0.448
SCAPM	-0.485	-0.368
KCAPM	-0.472	-0.316
TFFPM	-1.390	-1.234
STFFPM	-1.496	-1.301
KTFPM	-1.623	-1.389
FFPM	-1.356	-1.161
SFFPM	-1.482	-1.249
KFFPM	-1.656	-1.384

Hasil Uji Klasik Model Asset Pricing

Portfolio	DW-Hit	Collinearity Statistics		Portfolio	DW-Hit	Collinearity Statistics	
		Proksi	Tolerance			Proksi	Tolerance
Big/High	1.897			Big/High	1.987		
Big/Medium	1.753	Mkt	0.22	Big/Medium	1.827	Mkt	0.13
Big/Low	1.856	Skew	0.22	Big/Low	1.926	Skew	0.01
Small/High	2.322			Small/High	2.228	Kurt	0.02
Small/Medium	2.104			Small/Medium	2.250		
Small/Low	2.305			Small/Low	2.350		
Big/Winner	1.976			Big/Winner	2.007		
Big/Neutral	1.983			Big/Neutral	2.066		
Big/Looser	1.786			Big/Looser	1.862		
Small/Winner	2.250			Small/Winner	2.174		
Small/Neutral	1.933			Small/Neutral	2.036		
Small/Looser	2.355			Small/Looser	2.415		

SCAPM

KCAPM

Portfolio	DW-Hit	Collinearity Statistics		Portfolio	DW-Hit	Collinearity Statistics	
		Proksi	Tolerance			Proksi	Tolerance
Big/High	2.075			Big/High	2.147		
Big/Medium	1.732	Mkt	0.96	Big/Medium	1.623	Mkt	0.20
Big/Low	2.142	SMB	0.84	Big/Low	2.115	Skew	0.20
Small/High	2.167	HML	0.81	Small/High	2.173	SMB	0.83
Small/Medium	1.911			Small/Medium	1.778	HML	0.75
Small/Low	2.217			Small/Low	2.301		
Big/Winner	2.296			Big/Winner	2.289		
Big/Neutral	1.899			Big/Neutral	1.797		
Big/Looser	2.048			Big/Looser	2.074		
Small/Winner	2.191			Small/Winner	2.163		
Small/Neutral	1.798			Small/Neutral	1.680		
Small/Looser	2.247			Small/Looser	2.337		

TFM

STFPM

KTFPM

Portfolio	DW-Hit	Collinearity Statistics		Portfolio	DW-Hit	Collinearity Statistics	
		Proksi	Tolerance			Proksi	Tolerance
Big/High	2.135			Big/High	2.168		
Big/Medium	1.742	Mkt	0.95	Big/Medium	1.628	Mkt	0.19
Big/Low	2.207	SMB	0.84	Big/Low	2.147	Skew	0.20
Small/High	2.185	HML	0.13	Small/High	2.172	SMB	0.82
Small/Medium	2.007	WML	0.13	Small/Medium	1.875	HML	0.13
Small/Low	2.142			Small/Low	2.229	WML	0.13
Big/Winner	2.164			Big/Winner	2.193		
Big/Neutral	1.932			Big/Neutral	1.824		
Big/Looser	2.233			Big/Looser	2.202		
Small/Winner	2.174			Small/Winner	2.133		
Small/Neutral	1.868			Small/Neutral	1.748		
Small/Looser	2.202			Small/Looser	2.275		

FFPM

SFFPM

KEFPM

## **PENGARUH LINGKUNGAN BISNIS, ALIANSI STRATEJIK, DAN STRATEGI INOVASI TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN**

***Fahmy Radhi***

Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada  
Jalan Humaniora Nomor 1, Bulaksumur, Yogyakarta 55281  
Telepon +62 274 548510 – 548515, Fax. +62 274 563212  
*E-mail: fahmyradhi@feb.ugm.ac.id*

### **ABSTRACT**

Objective of study is to analyze how do the dimensions of business environment, strategic alliance and innovation strategy influence on corporate performance. A number of 197 medium and large manufacturing companies in Indonesia was selected purposively as the sample. Questionnaires were distributed through mail survey, while data were analyzed with structured equation modeling. The study found that there was only partial causal relationship between four dimensions of business environment, i.e. investment policy, copyright, market size, competition intensity, on innovation strategy. Similar findings were occurred to equity alliances which employ two dimensions, i.e. equity alliance and non equity alliance. From two dimensions, only equity alliances influenced the innovation strategy, while non equity did not influence. Consistent with previous studies, the result indicated that both product innovation and process innovation contributed significantly to corporate performance which was measured by profitability, market share, productivity and R&D intensity.

**Keywords:** product and process innovation, alliance strategy, business environment, corporate performance

### **PENDAHULUAN**

Strategi inovasi merupakan salah satu strategi bagi perusahaan dalam menciptakan keunggulan bersaing

sehingga dapat bertahan dalam lingkungan bisnis yang kompetitif (Cottam, 2001). Penelitian empiris yang menguji hubungan antara strategi inovasi dan kinerja perusahaan mendapatkan perhatian cukup besar dari para peneliti di bidang manajemen stratejik, manajemen operasi, dan manajemen teknologi. Namun, hasil penelitian yang menguji hubungan antara strategi inovasi dengan kinerja perusahaan masih memunculkan kontroversi. Beberapa penelitian membuktikan bahwa strategi inovasi yang diterapkan oleh perusahaan manufaktur berpengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan (Capon *et al.*, 1992; Zahra dan Das 1993; Deshpando *et al.*, 1993) Capon *et al.* (1992) dalam studinya yang menggunakan analisis regresi dan korelasi menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif antara penerapan strategi inovasi dengan kinerja perusahaan. Zahra dan Das (1993) juga menyimpulkan bahwa strategi inovasi merupakan variabel yang berpengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan manufaktur.

Di sisi lain, beberapa peneliti memberikan simpulan berlawanan dengan penelitian sebelumnya. Penelitian Chandler dan Hanks (1994) menyimpulkan bahwa tidak ada hubungan signifikan antara strategi inovasi dengan kinerja perusahaan. Kim dan Manbogue (1999) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa strategi inovasi berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, tetapi pengaruhnya tidak secara langsung. Lebih lanjut, kedua peneliti tersebut mengemukakan bahwa strategi inovasi hanya akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, apabila penerapan strategi inovasi mampu menciptakan *value innovation*,

sedangkan Powel (2000) mengemukakan bahwa strategi inovasi berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, jika perusahaan mampu menciptakan dimensi *position advantages*.

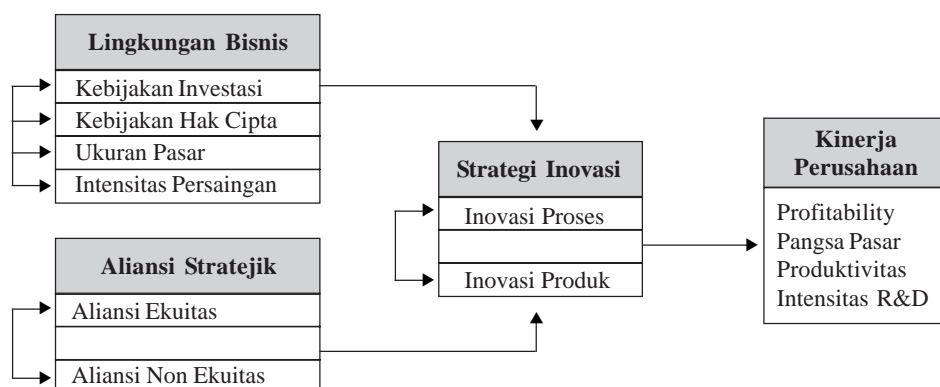
Selain adanya kontroversi tersebut, beberapa hasil penelitian juga memunculkan pertanyaan yang berkaitan dengan dimensi apa yang dominan dalam penerapan strategi inovasi yang berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan. Makadok (1998) menekankan pada dimensi inovasi produk sebagai variabel utama yang mendorong perusahaan mencapai kinerja yang tinggi, sementara Fernandez (2001) menyimpulkan dimensi inovasi proses sebagai variabel dominan yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Peneliti lainnya berpendapat bahwa integrasi antara inovasi proses dan inovasi produk secara bersama-sama merupakan dimensi yang berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan (Zahra dan Das 1993; Desphande *et al.*, 1993).

Hasil beberapa studi empiris yang meneliti tentang pengaruh aliansi strategik terhadap keberhasilan penerapan inovasi dan kinerja perusahaan juga memberikan hasil yang bervariasi (Kogut 1988; Grant dan Fuller 1995; Johansson 1995). Di samping itu, keberhasilan penerapan strategi inovasi perusahaan juga ditentukan oleh beberapa faktor di antaranya lingkungan bisnis dan ketidakpastian lingkungan (Swamidass dan Newell 1987; Ward *et al.*, 1995; Badri *et al.*, 2000). Kinerja perusahaan cenderung menurun

seiring dengan peningkatan ketidakpastian lingkungan (Swamidass dan Newell 1987). Tetapi temuan lain justru kinerja cenderung naik sejalan meningkatnya ketidakpastian lingkungan. Perusahaan yang mampu berinovasi dengan beradaptasi dengan lingkungan mampu menciptakan peluang dalam kondisi yang tidak dapat diprediksi (Ward *et al.*, 1995). Berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya, permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah faktor lingkungan yang meliputi kebijakan investasi, kebijakan perlindungan hak cipta, ukuran pasar, dan intensitas persaingan berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi; apakah penerapan aliansi strategik yang meliputi aliansi ekuitas dan aliansi non ekuitas berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi; dan apakah penerapan strategi inovasi yang meliputi dimensi inovasi proses dan inovasi produk berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

#### MATERI DAN METODE PENELITIAN

Model penelitian ini dikembangkan secara simultan berdasarkan model penelitian yang digunakan oleh Zahra dan Das (1993) dan Badri *et al.* (2000). Instrumen yang digunakan dalam penelitian ini juga dikembangkan dari kedua penelitian tersebut dan seluruh variabel yang digunakan diukur dengan menggunakan skala Likert 5 *point*. Kombinasi model penelitian Badri *et al.* (2000), Zahra dan Das (1993) disajikan dalam Gambar 1.



Sumber: dimodifikasi dari Badri *et al.* (2000) dan Zahra dan Das (1993).

Gambar 1  
Model Penelitian



Pemerintah dapat mendukung inovasi dengan berbagai kebijakan, di antaranya kebijakan subsidi, pajak, penyebaran informasi, kebijakan investasi, dan kebijakan perlindungan hak cipta. Untuk melakukan inovasi lanjutan dibutuhkan adanya sejumlah investasi, sedangkan keputusan untuk melakukan investasi salah satunya ditentukan oleh kebijakan investasi yang kondusif (Smolny, 2003). Kebijakan yang kondusif dapat menurunkan berbagai biaya seperti biaya-biaya sosial yang tidak terkait langsung dengan kegiatan inovasi (Atun *et al.*, 2007). Menurunnya biaya ini menyebabkan investor dapat mengalokasikan dana lebih banyak ke dalam kegiatan-kegiatan yang berkaitan langsung dengan inovasi seperti misalnya kegiatan R&D. Dimensi investasi menurut Zahra dan Das (1993) tidak hanya mencakup investasi finansial, tetapi juga investasi dalam teknologi dan keahlian sumber daya manusia. Dengan adanya teknologi, perusahaan memiliki lebih banyak pilihan untuk melakukan produksi sehingga kemungkinan untuk menghasilkan inovasi baru lebih besar. Keahlian dan pengetahuan sumber daya manusia yang lebih baik juga mengakibatkan perusahaan untuk menciptakan inovasi dengan lebih mudah. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>1a</sub>:** Variabel kebijakan investasi berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi

Perlindungan terhadap hak cipta mempengaruhi strategi inovasi dari sisi penawaran dan permintaan. Berdasarkan sisi penawaran, perlindungan terhadap hak cipta bermanfaat bagi perkembangan inovasi itu sendiri (Steven and John, 2002). Tidak adanya perlindungan terhadap hak cipta menyebabkan inovator tidak mendapatkan keuntungan yang memadai karena inovasinya tersebut berakibat inovator hanya menghabiskan dana tetapi tidak memperoleh keuntungan dari inovasinya. Oleh karena itu, inovator tidak memiliki sumber daya yang cukup untuk melakukan inovasi lanjutan terhadap inovasi yang dilakukannya sehingga proses inovasi tidak berjalan secara berkelanjutan.

Berdasarkan sisi permintaan, adanya perlindungan terhadap hak cipta mampu meningkatkan kesejahteraan masyarakat karena penemu inovasi memperoleh insentif atas temuannya (Atun *et al.*, 2007). Inovasi merupakan temuan yang memberikan nilai tambah. Dengan demikian, nilai tambah akan turut

memberikan kontribusi terhadap kesejahteraan masyarakat. Efek multiplier dari peningkatan kesejahteraan ini adalah peningkatan daya beli terhadap produk-produk hasil inovasi. Keuntungan dari meningkatnya jumlah permintaan ini sebagian akan dialokasikan untuk mendanai R&D dan inovasi lanjutan. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>1b</sub>:** Variabel kebijakan perlindungan hak cipta berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi Menurut Smolny (2003). ukuran pasar

merupakan variabel yang menjadi pertimbangan bagi perusahaan untuk melakukan inovasi, karena berkaitan dengan skala ekonomis pengembangan produk sebagai hasil inovasi. Meskipun perusahaan dapat melakukan inovasi, tetapi jika tidak mencapai skala ekonomis inovasi tidak akan dikembangkan lebih lanjut karena tidak akan memberikan aliran kas masuk secara cukup. Dengan ukuran pasar yang semakin besar, perusahaan lebih mudah untuk mendapatkan insentif terhadap inovasi yang dilakukannya. Semakin besar ukuran pasar, yang direpresentasikan oleh peningkatan permintaan, semakin besar pula peluang perusahaan untuk melakukan inovasi. Inovasi juga mempermudah perusahaan untuk menjadi yang pertama di pasar sehingga mempermudah untuk menguasai pangsa pasar (Zahra and Das, 1993). Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>1c</sub>:** Variabel ukuran pasar berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi

Song dan Parry (1997) mengemukakan bahwa lingkungan bisnis yang kompetitif ditentukan oleh intensitas persaingan di pasar. Semakin kompetitifnya lingkungan bisnis dan perkembangan teknologi yang pesat mengakibatkan siklus hidup produk makin pendek, sehingga mendorong perusahaan-perusahaan yang bersaing untuk berlomba untuk menawarkan sesuatu yang baru dan bernilai bagi konsumennya melalui proses inovasi (Kim dan Manborgue 1999). Variabel lingkungan juga dapat mendorong kegiatan inovasi dan sinergi antarperusahaan untuk menciptakan keunggulan bersaing dalam kondisi lingkungan bisnis yang penuh ketidakpastian. Dengan menggunakan metode simulasi, Swamidass dan Newell (1987) menemukan rata-rata waktu yang diperlukan untuk melakukan inovasi dengan inovasi lanjutan semakin berkurang sejalan dengan meningkatnya

intensitas kompetisi. Kondisi seperti ini juga memperpendek siklus hidup produk. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>1d</sub>:** Variabel intensitas persaingan berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi

Aliansi strategik merupakan hubungan kerjasama jangka panjang dengan ketentuan pihak-pihak yang terlibat dalam kerjasama tersebut bersepakat untuk melakukan modifikasi praktik bisnis secara sinergis untuk mencapai kinerja perusahaan secara bersama-sama (Johansson, 1995). Dengan adanya aliansi, membantu perusahaan untuk melakukan efisiensi dengan menghindari adanya duplikasi fungsi-fungsi dalam perusahaan. Aliansi memungkinkan perusahaan suatu fasilitas dimanfaatkan secara bersama-sama sehingga lebih efisien. Di samping itu, penggunaan fasilitas secara kolektif ini juga lebih mudah untuk mencapai skala ekonomis. Manfaat lain aliansi adalah adanya distribusi risiko jika terjadi kegagalan inovasi sehingga risiko yang ditanggung masing-masing perusahaan menjadi lebih kecil dibandingkan jika perusahaan berdiri sendiri. Aliansi strategis berpotensi untuk saling memberikan kontribusi di antara pihak-pihak yang terlibat dalam aliansi dengan berbagai kapabilitas dan kompetensi sumberdaya manusia, pengembangan *portofolio* sumber daya, dan pengembangan inovasi (Barney, 2001). Secara singkat, dapat dinyatakan dengan adanya aliansi kemampuan perusahaan untuk melakukan inovasi semakin besar dengan adanya aliansi. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>2</sub>:** Aliansi strategik berpengaruh terhadap keberhasilan penerapan strategi inovasi

Penelitian yang dilakukan oleh Rothaermel *et al.* (2004) terhadap 889 aliansi strategis pada industri farmasi menyimpulkan bahwa pelaksanaan aliansi strategis mempengaruhi secara positif terhadap pengembangan produk melalui akumulasi kompetensi dalam proses inovasi. Johansson (1995) menunjukkan bahwa aliansi ekuitas dilakukan dengan alasan utama untuk mengatasi permasalahan sumber daya keuangan yang terbatas. Keterbatasan sumber daya keuangan ini seringkali dihadapi pada tahap awal proses inovasi atau tahap awal proses produksi. Akibatnya, beberapa area yang sering menjadi fokus aliansi ekuitas adalah area yang memerlukan *set up cost* besar, seperti misalnya eksplorasi, pengembangan material baru, dan

R&D. Dalam kondisi ekstrim, aliansi ekuitas ini juga dapat dilakukan dengan pesaing untuk standar industri. Dengan adanya standar industri, meskipun aliansi dilakukan dengan pesaing akan menciptakan hambatan masuk bagi calon pesaing baru. Manfaat lain yang dijelaskan oleh Johansson (1995) adalah aliansi dalam saluran distribusi dapat bermanfaat untuk meningkatkan kapasitas produksi di satu pihak dan meningkatkan akses pasar bagi pihak lain. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>2a</sub>:** Aliansi ekuitas berpengaruh terhadap keberhasilan penerapan strategi inovasi

Salah satu tujuan dalam aliansi non-ekuitas adalah mendorong proses pembelajaran dan peningkatan kemampuan teknologi yang dibutuhkan dalam pengembangan produk baru (Hamel *et al.*, 1989). Di samping itu, aliansi juga dapat bertujuan untuk mengakuisisi dan penciptaan sumber daya dan keahlian (Lambe *et al.*, 2002). Namun demikian, tidak semua aliansi ini didasarkan pada pertimbangan ekonomis yang rasional di antaranya karena *trend setting* atau *bandwagon behavior*. Alasan lain aliansi adalah untuk memfasilitasi transfer pengetahuan (Simonin, 1999). Dengan adanya transfer teknologi seperti ini, maka perusahaan mitra aliansi tidak perlu memulai proses inovasi dari awal. Mitra aliansi hanya tinggal mengadopsi inovasi yang sudah ada meskipun harus disertai dengan persyaratan. Dalam proses adopsi ini, risiko kegagalan yang dihadapi lebih kecil karena perusahaan dapat memilih inovasi-inovasi yang telah matang dan layak secara ekonomis. Aliansi semacam ini dikenal dengan istilah lisensi.

Steven and John (2002) menjelaskan bentuk lain dalam aliansi non-ekuitas yaitu *sub-contracting* sebagai kerja sama dalam melakukan proses produksi komponen yang dibutuhkan. Perusahaan kecil yang menerima sub kontrak secara tidak langsung akan menerima transfer inovasi dari perusahaan yang mengkontrakkan sebagian pekerjaannya. Secara tidak langsung, perusahaan kecil tersebut akan menguasai inovasi yang disubkontrakkan perusahaan besar kepadanya. Dalam metode seperti ini, kemungkinan keberhasilan strategi inovasi menjadi besar karena perusahaan yang mengkontrakkan pekerjaannya harus menjamin bahwa inovasi yang dilakukan oleh sub kontraktornya berjalan dengan baik. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>2b</sub>:** Aliansi non ekuitas berpengaruh terhadap keberhasilan penerapan strategi inovasi

Penelitian terdahulu membuktikan strategi inovasi yang diterapkan oleh perusahaan manufaktur berpengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan (Capon *et al.*, 1992); (Zahra dan Das, 1993); (Deshpando *et al.*, 1993); (Li *et al.*, 2001); dan (Capon *et al.*, 1992). Hal ini nampak dalam studinya yang menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif antara strategi inovasi yang dilakukan dengan kinerja perusahaan. Makadok (1998) menekankan pada dimensi inovasi produk sebagai variabel utama yang mendorong perusahaan mencapai kinerja yang tinggi. Inovasi membantu perusahaan untuk memposisikan dirinya agar berbeda dengan pesaingnya. Inovasi memungkinkan perusahaan untuk menjadi *market leader* dan menguasai pangsa pasar (Zahra dan Das 1993). Tid *et al.* (2005) memperkuat pendapat Zahra dan Das (1993) yang menyatakan bahwa peningkatan kinerja disebabkan peningkatan pangsa pasar yang disebabkan oleh peningkatan produktifitas dan reliabilitas operasional.

Inovasi produk dan inovasi proses memiliki peran yang setara untuk memberikan kontribusi terhadap kinerja. Fernandez (2001) menyimpulkan bahwa dimensi inovasi proses sebagai variabel dominan yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Desphande *et al.*, 1993). Oleh karena itu, Zahra dan Das (1993) menyarankan integrasi antara inovasi proses dan inovasi produk untuk diimplementasikan agar

memberikan pengaruh optimal terhadap kinerja. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>3a</sub>:** Inovasi proses berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

**H<sub>3b</sub>:** Inovasi produk berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

Populasi penelitian ini meliputi seluruh perusahaan manufaktur yang beroperasi di Indonesia, yang terdaftar dalam Direktori Perusahaan Manufaktur yang diterbitkan oleh Badan Pusat Statistik (BPS). Sampel ditentukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan unit analisis perusahaan-perusahaan manufaktur, dan sebagai responden adalah manajer puncak, manajer produksi, dan manajer R&D. Kriteria yang digunakan dalam *purposive sampling* ini adalah perusahaan menengah dan besar yang memiliki skala besar dan memiliki kerja sama dengan perusahaan lain, baik perusahaan asing maupun perusahaan domestik, dalam bentuk aliansi ekuitas dan atau aliansi non-ekuitas. Data dikumpulkan dengan *mail survey* melalui pos dengan fasilitas bebas perangko balasan dan melalui kuesioner yang dikirim melalui *e-mail* perusahaan yang menjadi responden.

## HASIL PENELITIAN

Berdasarkan 500 kuesioner yang dikirimkan, terdapat 204 yang kembali dengan rincian 7 kuesioner tidak terisi lengkap dan 197 yang dapat dianalisis lebih lanjut.

**Tabel 1**  
**Ukuran Fit Sebuah Model Berdasarkan SEM**

No.	Kriteria	Nilai yang direkomendasikan	Output Model	Evaluasi
1.	Chi-square ( $X^2$ )	Diharapkan kecil	136,923	Baik
2.	$X^2$ -significance probability	$\geq 0,05$	-	Baik
3.	Relative $X^2$ (CMIN/DF)	$\leq 2,00$	1,424	Baik
4.	Goodness-of-fit-index (GFI)	$\geq 0,90$	0,977	Baik
5.	Adjusted goodness-of-fit-index (AGFI)	$\geq 0,80$	0,960	Baik
6.	Tucker-Lewis index (TLI)	$\geq 0,90$	0,907	Baik
7.	Normed fit index (NFI)	$\geq 0,90$	0,932	Baik
8.	Comparative fit index (CFI)	$\geq 0,90$	0,961	Baik
9.	Root mean square of error approximation (RMSEA)	$\geq 0,08$	0,132	Baik

Sumber: Data primer. Diolah.

Sampel sejumlah ini meliputi 22 jenis industri dari 23 jenis industri yang terdapat dalam direktori BPS edisi tahun 2006. Sampel ini dapat dikategorikan lebih baik dibandingkan penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ciptono (2006), Zahra dan Daz (1993), serta Badri *et al.* (2000) yang hanya menggunakan sampel pada industri perminyakan.

Dalam analisis *Structural Equation Model* (SEM), terdapat berbagai kriteria untuk menentukan apakah sebuah model yang diujikan dapat diterima (Hair *et al.*, 1998). Hasil evaluasi *Goodness of Fit* model yang telah dimodifikasi menunjukkan bahwa semua kriteria terpenuhi dengan baik sehingga dapat digunakan untuk analisis selanjutnya.

## PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan dua parameter untuk mengukur lingkungan bisnis, yaitu kebijakan investasi dan kebijakan perlindungan hak cipta serta ukuran pasar dan intensitas persaingan. Berikut disajikan Tabel 2 tentang hasil uji pengaruh lingkungan bisnis terhadap strategi inovasi:

Berdasarkan Tabel 2 terlihat bahwa untuk hipotesis 1a tidak didukung sepenuhnya oleh bukti empiris. Pengujian pengaruh kebijakan investasi (KI) terhadap inovasi proses (IPS) menghasilkan nilai CR 2,242. Nilai CR ini lebih besar dari pada 2,00 sehingga hipotesis tersebut signifikan pada  $p < 0,01$ . Sebaliknya untuk pengujian kebijakan investasi terhadap inovasi produk (IPR) menghasilkan CR -0,223 atau lebih kecil dari 2,00. Berdasarkan hasil ini dapat dinyatakan bahwa

hipotesis 1a hanya didukung secara parsial. Salah satu penjelasan mengenai tidak didukungnya pengaruh kebijakan investasi terhadap strategi inovasi karena kebijakan investasi yang ditetapkan oleh pemerintah hanya mendukung kebijakan inovasi proses. Salah satu penjelasan mengenai hal ini adalah pemerintah mempermudah adopsi teknologi dan alat-alat produksi yang digunakan untuk menciptakan inovasi-inovasi tetapi pemerintah kurang memperhatikan perlindungan terhadap hasil inovasi yang dihasilkan.

Hipotesis 1b menguji pengaruh perlindungan hak cipta (KHC) terhadap inovasi produk dan inovasi proses. Berdasarkan hasil pengujian empiris diperoleh hasil bahwa pengaruh kebijakan hak cipta terhadap inovasi proses menghasilkan CR 0,46 sedangkan pengaruh kebijakan hak cipta terhadap inovasi produk menghasilkan CR 0,581. Berdasarkan nilai CR yang dihasilkan ini, kebijakan hak cipta tidak memberikan dampak terhadap inovasi proses maupun inovasi produk. Kondisi ini tentu saja melemahkan upaya-upaya yang akan dilakukan perusahaan untuk melakukan inovasi. Lemahnya perlindungan terhadap hak cipta ini mendorong perusahaan enggan untuk melakukan inovasi. Perusahaan tidak mendapatkan jaminan akan mendapatkan insentif karena tidak adanya perlindungan terhadap inovasi yang dilakukannya.

Hipotesis 1c menguji pengaruh ukuran pasar (UP) terhadap inovasi produk dan inovasi proses. Pengujian empiris menghasilkan nilai CR untuk inovasi produk dan inovasi proses masing-masing sebesar 5,063 dan 2,091. Dengan nilai CR yang di atas 2,00 ini, maka dapat dinyatakan bahwa ukuran pasar

**Tabel 2**  
**Hasil Uji Pengaruh Lingkungan Bisnis terhadap Strategi Inovasi**

Variabel	Hipotesis	Estimasi	SE	CR	Evaluasi
KI→IPS	H1a	0,18	0,081	2,242	Signifikan
KI→IPR	H1a	-0,022	0,1	-0,223	Tidak signifikan
KHC→IPS	H1b	0,041	0,089	0,46	Tidak signifikan
KHC→IPR	H1b	0,041	0,071	0,581	Tidak signifikan
UP→IPS	H1c	0,363	0,072	5,063	Signifikan
UP→IPR	H1c	0,185	0,088	2,091	Signifikan
IP→IPS	H1d	-0,018	0,067	-0,263	Tidak signifikan
IP→IPR	H1d	0,144	0,084	1,712	Tidak signifikan

Sumber: Data primer. Diolah.

berpengaruh terhadap inovasi proses maupun inovasi produk. Ukuran pasar dipandang perlu bagi perusahaan untuk mencapai skala ekonomis agar inovasi yang diterapkan layak untuk diterapkan. Apabila pasar tidak mencapai jumlah tertentu, maka perusahaan tidak akan dapat menerapkan inovasi produk maupun inovasi proses.

Hipotesis 1d yang menguji pengaruh intensitas persaingan (IP) terhadap inovasi produk dan inovasi proses menghasilkan nilai CR -0,263 dan 1,712. Berdasarkan nilai ini maka dapat dinyatakan bahwa intensitas persaingan tidak berpengaruh terhadap inovasi produk maupun inovasi proses karena nilai CR berada di bawah 2,00. Persaingan bukan merupakan faktor pendorong bagi perusahaan untuk menerapkan inovasi. Dengan demikian, strategi inovasi yang diterapkan oleh perusahaan tidak mendorong perusahaan lain untuk melakukan inovasi serupa.

Hasil uji model penelitian yang diajukan dalam penelitian ini memberikan hasil yang bervariasi. Untuk pengujian hipotesis 1a, yang menguji hubungan kebijakan investasi terhadap inovasi proses dan inovasi produk, memberikan hasil yang bervariasi. Hal ini mengindikasikan bahwa lingkungan bisnis belum memberikan kepastian dalam menunjang terciptanya inovasi bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia. Misalnya lingkungan bisnis yang terkait dengan kebijakan investasi tidak secara konsisten memberikan dampak positif terhadap inovasi proses tetapi tidak memberikan dampak positif terhadap inovasi produk. Kondisi ini menunjukkan bahwa investasi dalam inovasi proses dinilai lebih menguntungkan dibandingkan dengan investasi dalam inovasi produk. Salah satu penjelasan mengenai hal ini adalah inovasi proses lebih terjaga hak ciptanya dibandingkan dengan inovasi produk. Sejak produk diluncurkan di pasar, maka

perusahaan lain akan dapat mengenali inovasi yang dilakukan perusahaan dan kemudian dapat melakukan imitasi, sedangkan inovasi proses tidak dapat diketahui oleh pesaing apabila pesaing tersebut tidak secara langsung masuk ke dalam perusahaan yang bersangkutan. Perlindungan terhadap hak cipta ini bermanfaat bagi perkembangan inovasi itu sendiri dengan memberikan kesempatan bagi pelaku inovasi untuk mendapatkan insentif dari inovasi yang dilakukannya (Steven and John, 2002). Dalam kondisi lingkungan bisnis yang tidak menjamin adanya kepastian seperti ini, kinerja perusahaan cenderung menurun sejalan dengan meningkatnya ketidakpastian lingkungan bisnis (Swamidass dan Newell, 1987). Perusahaan menghadapi risiko kegagalan dalam menerapkan inovasi dalam situasi yang penuh dengan ketidakpastian. Akibatnya, perusahaan enggan untuk melakukan inovasi (Ward *et al.*, 1995).

Hipotesis 2a yang menganalisis aliansi ekuitas (EA) terhadap inovasi produk dan proses menghasilkan CR masing-masing sebesar 4,644 dan 3,162, Nilai CR yang dihasilkan ini di atas 2,00 sehingga dapat dinyatakan aliansi ekuitas berpengaruh terhadap inovasi produk dan inovasi proses. Perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia memerlukan aliansi ekuitas dengan perusahaan lain untuk melakukan inovasi. Berdasarkan hasil ini dapat dikatakan bahwa secara sumber daya perusahaan manufaktur di Indonesia mengalami kendala sumber daya untuk melakukan inovasi.

Sebaliknya, hipotesis 2b yang menganalisis aliansi non-ekuitas terhadap inovasi produk dan proses tidak ditemukan adanya pengaruh yang signifikan aliansi ini terhadap inovasi produk dan proses. Berdasarkan bukti ini dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia

**Tabel 3**  
**Hasil Uji Pengaruh Aliansi Strategik terhadap Penerapan Strategi Inovasi**

Variabel	Hipotesis	Estimasi	SE	CR	Evaluasi
EA→IPS	H2a	0,378	0,081	4,644	Signifikan
EA→IPR	H2a	0,28	0,089	3,162	Signifikan
NEA→IPS	H2b	-0,021	0,071	-0,294	Tidak signifikan
NEA→IPR	H2b	-0,067	0,1	-0,672	Tidak signifikan

Sumber: Data primer. Diolah.



menjalin aliansi dengan perusahaan lain dalam bukan dalam upaya untuk memperoleh keterampilan, pengetahuan, dan keterampilan yang terkait dengan inovasi. Kondisi ini bertentangan dengan temuan Alvarez dan Barney (2001) yang menyatakan bahwa aliansi strategik ditujukan untuk memperoleh pembelajaran organisasi dan memperoleh akses terhadap teknologi. Pembelajaran organisasi dan akses terhadap teknologi ini akan memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk melakukan inovasi sehingga meningkatkan kinerja perusahaan.

Perusahaan manufaktur yang menjadi sampel studi ini melakukan aliansi guna mengatasi keterbatasan jumlah modal yang dimilikinya dalam upaya untuk melakukan inovasi. Secara implisit, hasil ini juga menunjukkan bahwa salah satu kendala perusahaan manufaktur di Indonesia untuk melakukan inovasi adalah minimnya dana yang tersedia untuk melakukan inovasi. Namun demikian, terdapat kemungkinan lain yang memotivasi perusahaan untuk melakukan aliansi. Perusahaan tersebut memiliki modal yang cukup akan tetapi enggan untuk menyediakan dana yang besar untuk kepentingan inovasi karena dinilai berisiko. Risiko penerapan inovasi ini semakin tinggi pada produk-produk yang memiliki kandungan teknologi yang tinggi dan daur hidup produk yang pendek. Produk-produk yang memiliki daur hidup relatif pendek memiliki frekuensi inovasi lebih tinggi dibandingkan produk dengan daur hidup yang lebih panjang. Sebagian besar perusahaan yang melakukan aliansi ekuitas ditujukan untuk mengatasi kekurangan modal dan penggunaan dana aliansi tersebut digunakan untuk R&D, lisensi internasional, distribusi bersama, dan aliansi strategis internasional (Johansson, 1995).

Aliansi ekuitas yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur ini lebih terkait dengan *hard skill*, karena *hard skill* memiliki keterkaitan yang lebih kuat dengan modal dibandingkan dengan *soft skill* (Agarwal, 1995). *Hard skill* sebagian besar berwujud fisik yang dapat diakuisisi secara mudah selama terdapat ketersediaan modal. Dengan demikian, mayoritas konstrain strategi inovasi yang akan diterapkan oleh perusahaan adalah ketersediaan *hard skill*. Namun demikian, perlu dicermati bahwa karena *hard skill* ini dapat dengan mudah diakuisisi selama modal tersedia, keunggulan kompetitif inovasi yang

diciptakan berdasarkan *hard skill* ini juga akan dapat dengan mudah untuk ditiru.

Berdasarkan hasil pengujian statistik, aliansi non-ekuitas tidak berpengaruh terhadap inovasi produk dan inovasi proses. Menurut Hamel *et al.* (1989), salah satu tujuan dalam aliansi non-ekuitas adalah mendorong proses pembelajaran dan peningkatan kemampuan teknologi yang dibutuhkan dalam pengembangan produk baru. Berdasarkan pengujian ini terbukti bahwa aliansi non-ekuitas bukan merupakan sarana pembelajaran bagi organisasi untuk memperoleh pengetahuan baru. Di samping itu, aliansi ini juga dapat bertujuan untuk mengakuisisi dan penciptaan sumber daya dan keahlian (Lambe *et al.*, 2002). Menurut Lambe *et al.* (2002), dapat dikemukakan bahwa aliansi non-ekuitas ini bukan merupakan sarana yang baik untuk melakukan transfer teknologi dan transfer *soft skill*. Perusahaan-perusahaan manufaktur yang berupaya untuk menerapkan inovasi tidak mengalami kendala yang besar dalam masalah *soft skill*.

Hipotesis 3a dan 3b masing-masing menguji pengaruh inovasi proses dan inovasi produk terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan empat parameter yaitu profitabilitas (P), pangsa pasar (PP), produktifitas (PR) dan intensitas R&D (IRD). Analisis pengaruh IPR terhadap P, PP, PR, dan intensitas IRD menghasilkan CR masing-masing sebesar 8,863, 8,532, 4,686, dan 7,254. Kasus yang sama juga terjadi pada hipotesis 3b yang menguji pengaruh inovasi produk terhadap kinerja perusahaan menghasilkan CR masing-masing sebesar 2,841, 2,989, 3,882, dan 2,377. Seluruh nilai CR tersebut berada di atas nilai 2,000 sehingga dinyatakan bahwa inovasi proses dan inovasi produk berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan empat parameter tersebut.

Temuan ini bertentangan dengan temuan empiris sebelumnya yang menunjukkan adanya korelasi negatif antara strategi inovasi dengan kinerja (Powel, 2000). Apabila dianalisis dengan melihat nilai *critical ratio* dari hasil uji diperoleh bahwa nilai *critical ratio* inovasi proses secara konsisten lebih besar dibandingkan dengan inovasi produk. Temuan ini mengindikasikan bahwa inovasi proses memiliki pengaruh lebih besar terhadap peningkatan kinerja perusahaan dan sekaligus bertentangan dengan temuan Makadok (1988) dan mendukung temuan Fernandez (2001). Inovasi produk



**Tabel 4**  
**Hasil Uji Pengaruh Strategi Inovasi terhadap Kinerja Perusahaan**

Variabel	Hipotesis	Estimasi	SE	CR	Evaluasi
IPS→P	H3a	0,707	0,08	8,863	Signifikan
IPS→PP	H3a	0,683	0,08	8,532	Signifikan
IPS→PR	H3a	0,404	0,086	4,686	Signifikan
IPS→IRD	H3a	0,608	0,084	7,254	Signifikan
IPR→P	H3b	0,18	0,063	2,841	Signifikan
IPR→PP	H3b	0,19	0,064	2,989	Signifikan
IPR→PR	H3b	0,274	0,071	3,882	Signifikan
IPR→IRD	H3b	0,16	0,067	2,377	Signifikan

Sumber: Data primer. Diolah.

dan inovasi proses tidak terjadi *trade-off* bahkan saling melengkapi karena keduanya dapat diimplementasikan secara simultan untuk meningkatkan kinerja. Bukti ini juga mengkonfirmasi temuan Zahra dan Das (1993) yang menemukan kedua jenis inovasi ini berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja.

Inovasi proses mendorong perusahaan untuk menemukan cara, teknik, dan metode baru untuk memproduksi secara lebih efisien dengan cara menggunakan input yang setara untuk menghasilkan output lebih besar. Akibatnya, produktifitas sistem produksi akan meningkat (Ellitan *et al.*, 2003). Sebaliknya, dengan adanya inovasi produk, dapat dilakukan *value engineering* yaitu penyederhanaan desain produk untuk menghasilkan produk dengan fungsi akhir yang sama. Komponen-komponen yang sebelumnya terpisah, dapat digabung menjadi satu sehingga desain menjadi lebih sederhana. Dengan metode ini, produktifitas juga menjadi meningkat karena desain menjadi lebih sederhana (Heizer dan Render, 2004). Pada saat yang bersamaan, proses produksi juga bekerja secara lebih efisien karena adanya penggabungan beberapa komponen yang sebelumnya terpisah kemudian menjadi satu (Chase and Aquilano, 1998). Dengan kata lain, *value engineering* juga memberikan kontribusi terhadap inovasi proses dalam meningkatkan produktifitas.

Perusahaan yang menerapkan inovasi produk dan memasuki pasar lebih awal lebih mudah untuk menjadi pemimpin pasar. Pelanggan lebih mudah mengidentifikasi dan mengenali perusahaan yang pertama kali melakukan inovasi produk dibandingkan perusahaan yang melakukan inovasi pada waktu yang

lebih akhir (Zahra dan Das, 1993). Akibatnya, pelaku inovasi yang masuk ke pasar paling awal berpotensi memiliki pangsa pasar terbesar dibandingkan perusahaan-perusahaan lain. Pada industri jenis inovasi, proses juga berperan terhadap peningkatan pangsa pasar perusahaan terutama apabila perusahaan bersaing dengan menggunakan keunggulan kompetitif biaya rendah (Porter, 1985). Dengan adanya inovasi proses, dapat dicapai efisiensi produksi sehingga biaya produksi dapat ditekan menjadi lebih rendah. Inovasi produk dan inovasi proses memerlukan biaya dalam proses penciptaannya. Salah satu prasyarat agar inovasi ini dapat terus berkembang adalah pelaku inovasi tersebut memperoleh insentif sebagai kompensasi agar dapat melakukan inovasi lanjutan (Atun *et al.*, 2007). Berdasarkan hasil analisis empiris diperoleh bukti bahwa inovasi produk dan inovasi proses berpengaruh positif terhadap kinerja yang diukur dengan parameter intensitas R&D. Salah satu penjelasan mengenai hal ini adalah bahwa perusahaan memperoleh insentif dari inovasi yang dilakukannya. Bukti ini merupakan temuan menarik sebab di Indonesia belum terdapat mekanisme perlindungan hak cipta yang memadai. Secara teori, belum adanya perlindungan hak cipta yang memadai ini mendorong pelaku inovasi untuk melakukan inovasi lanjutan karena tidak adanya insentif dari inovasi yang dilakukannya. Salah satu penjelasan dari hal ini adalah inovasi yang dilakukan oleh perusahaan tersebut hanyalah inovasi sekunder. Inovasi ini hanya bertujuan untuk memperbaiki temuan yang sudah atau memberikan sedikit variasi dari inovasi yang orisinal. Inovasi seperti ini hanya dapat dikategorikan sebagai inovasi sekunder. Strategi ini

dilakukan hanya dengan tujuan agar perusahaan terhindar dari tuntutan penciplakan.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan analisis hasil statistik dapat disimpulkan bahwa lingkungan bisnis belum sepenuhnya mendukung aktifitas inovasi yang dilakukan oleh perusahaan. Di samping itu, juga terdapat perbedaan pengaruh kebijakan investasi terhadap kategori inovasi yang dilakukan. Variabel lingkungan bisnis yang berpengaruh terhadap inovasi proses belum tentu berpengaruh terhadap inovasi produk, begitu pula sebaliknya. Berdasarkan empat parameter yang digunakan untuk mengukur lingkungan bisnis, dua di antaranya kebijakan hak cipta dan intensitas persaingan secara konsisten ditemukan tidak terdapat pengaruh yang signifikan terhadap inovasi produk dan inovasi proses, sedangkan parameter yang secara konsisten memberikan pengaruh secara signifikan adalah ukuran pasar. Salah satu penjelasan mengenai hal ini adalah perusahaan sangat memerlukan ukuran pasar bagi produk-produk inovatif untuk menekan biaya produksi terutama biaya tetap. Satu parameter lain yaitu kebijakan investasi memberikan hasil yang tidak konsisten. Parameter lingkungan bisnis ini hanya berpengaruh terhadap inovasi proses tetapi tidak demikian halnya terhadap inovasi produk.

### Saran

Perusahaan-perusahaan manufaktur secara konsisten memerlukan aliansi ekuitas untuk melakukan inovasi proses dan inovasi produk. Berdasarkan bukti empiris ini tampak sangat jelas bahwa kendala terbesar bagi perusahaan manufaktur dalam melakukan inovasi adalah kekurangan modal. Inovasi bagi perusahaan-perusahaan manufaktur memerlukan permodalan yang besar atau kemungkinan lain strategi inovasi masih belum dipandang penting sehingga untuk melakukan inovasi perusahaan perlu menjalin kerja sama dengan pihak lain untuk meringankan beban ekuitas. Sebaliknya, aliansi non-ekuitas tidak menunjukkan signifikansi terhadap strategi inovasi produk maupun inovasi proses.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, S. 1995. Emerging Hard and Soft Technology: Current Status, Issues and Implementation Problem. *International Journal of Management Science*, 23, 3: 323-339.
- Alvarez, S.A. dan J.B. Barney. 2001. How entrepreneurial firms can benefit from alliances with large partners. *The Academy of Management Executive*, 15, 1: 139-148.
- Atun, RA., Havey, I., dan Wild, Joff. 2007. Innovation, Patents, and Economic Growth. *International Journal of Innovation Management*, 11, 2: 279-297.
- Badri, M.A., Davis, D. & Davis, D. 2000. Operation Strategy, Environment Uncertainty, and Performance: a Path Analytic Model of Industries in Developing Country. *International Journal of Management Science*, 28: 155-173.
- Barney, J.B. 2001 Is Resource-Based View a Useful Perspective of Strategic Research? Yes. *Academy of Management Review*, 26: 41-56.
- Badan Pusat Statistik. 2003. *Statistik Industri Perusahaan Manufaktur Skala Menengah dan Besar*. Jakarta, Indonesia.
- Capon, N., J.U. Farley, D.R. Lehmann, J.M. Hulbert. 1992. Profiles of Product Innovators Among Large U.S. Manufacturers. *Management Science*. 38, 2: 157-162.
- Chandler, G.N, Hanks, S.H. 1994. Market Attractiveness, Resource-based Capabilities, Venture Strategies, and Venture Performance. *Journal of Business Venturing*, 9, 4: 331-350.
- Chase, B.R. Aquilano, J.N., & Jacobs, R.F. 1998. *Operation Management for Competitive Advantage*. New York: Mc. Graw Hill, Ninth Edition.
- Ciptono, W.S. 2006. A Sequential Model of Innovation Strategy-Company Non-Financial Performance

- Links, *Gadjah Mada International Journal of Business*, May-August, 8, 2: 137-178.
- Cottam, A.J. Ensor, and C. Band. 2001. A Benchmark Study of Strategic Commitment to Innovation, *European Journal of Innovation Management*, 4, 2: 88-94.
- Desphande, R, Farley, U.J., & Webster, E.F. 1993. Corporate Culture, Customer Orientation, & Innovativeness in Japanese Firm, A Quadratic Analysis. *Journal of Marketing*, 57, January: 23-37.
- Ellitan, L., Jantan, M., Dahlan, N., 2003. The Integrative Effect of Hard and Soft Technology on Firm's Performance: an Empirical Study from Indonesia. *5th Asian Academy of Management Conference*, September 10<sup>th</sup> -13<sup>th</sup>, 2003: 255-264.
- Fernandez, M.A. 2001. Innovation Process in An Accident and Emergency Departement. *European Journal of Innovation Management*, 4, 4: 664-687.
- Grant, M dan Fuller, C., 1995, "Knowledge Based View Theory of The Inter Firm Collaboration", *Research Paper*:17-21.
- Hair, J.R, R.E. Anderson, R. L. Tatham, & W.C. Black. 1998. *Multivariate Data Analysis*. 5<sup>th</sup> Edition. Upper Saddle River, NJ: Prentise-Hall, Inc.
- Heizer, J & Render, B. 2004. *Operation Management Seventh Edition*. Pearson Education International.
- Johansson, J.K. 1995. International Alliances: Why Now?. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 23, 4: 301-304.
- Kim, C.W, & Manborgue, R. 1999. Strategy, Value Innovation, & Knowledge Economy. *Sloan Management Review*, Spring Edition.
- Kogut, B., 1988, "A Study of Live Cycle of Joint Venture", *Management International Review*: 39-50.
- Lambe, CC., Spekman, RE., dan Hunt, SD. 2002. Alliance Competence, Resources, and Alliance Success: Conceptualization, Measurement, and Initial Test, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 20, 2: 141-158.
- Makadok, R. 1998. Can first-mover and early-mover advantages be sustained in an industry with low barriers to entry? *Strategic Management Journal*, 19, 7: 683-696.
- Porter, M.E. 1985. *Competitive Advantage-Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press: 145-156.
- Powel, C.T. 2000. Competitive Advantage: Logical & Philosophical Considerations. *Strategy Management Journal*, 22: 875-888.
- Rothaermel, F.T., Hagedoorn, J., Roijakkers, N., 2004. Technological Core Transformation through Collaboration: the Role of Exploration and Exploitation Alliances. *Working Paper*, College of Management, Georgia Institute of Technology.
- Simonim, BL. 1999. Ambiguity and the Process of Knowledge Transfer in Strategic Alliances, *Strategic Management Journal*, 20, 1: 595-623.
- Smolny, W. 2003. Determinants of Innovation Behaviour and Investment Estimates for West-German Manufacturing Firms. *Economics of Innovation and New Technology*. 12, 5,:449-463.
- Song, M., Parry, M. 1997. A Cross-National Comparative Study of New Product Development Processes: Japan and the USA", *Journal of Marketing*: 612-618.
- Steven J. Skinner and John M. Ivancevich, 2002, "Business for the 21<sup>st</sup> Century", Sixth Edition, Irwin, Homewood.
- Swamidass, P.M., Newell, W.T., 1987. Manufacturing Strategy, Environmental Uncertainty and Performance: a Path Analytic Model. *Management Science*, 33 4: 509-524.

- Tidd, J., J. Bessant, and K. Pavitt. 2005. *Managing Innovation: Integrating Technological, Market and Organizational Change 3<sup>rd</sup> Edition*. The Atrium, Southern Gate, Chichester, England: John Wiley and Sons.
- Ward, P.T., Bickford, D.J., Leong, G.K., 1995. Business environment, operation strategy, and performance: an empirical study of Singapore manufacturers, *Journal of Operation Management* 13, 2: 99-155.
- Ward, T.P., Duray, R., Leong, K.G., and Sum, C.C. 1995. Business Environment, Operation Strategy and Performabce: an empirical Study of Singapore Manufacturers. *Journal of Operation Management*, 3: 99-115.
- Zahra, S. A. and Das, S. R. 1993. Innovation Strategy and inancial Performance in Manufacturing Companies: An Empirical Study, *Production and Operation Management*, 2, 1: 15-37.

## **RASIO KEMAMPUAN KEUANGAN DAERAH KABUPATEN/KOTA DI PROVINSI DIY PASCA OTONOMI DAERAH**

**Rudy Badrudin**

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta  
Jalan Seturan Yogyakarta 55281  
Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155  
E-mail: rudy@stieykpn.ac.id

### **ABSTRACT**

The research of local regency/city's financial capability in DIY Province post local autonomy is conducted in order to analyze how the regencies government of Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, and Yogyakarta city optimizing various development program in accordance with the development goals each regency/city. The analytical result of each Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD's regencies/city) of Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, and Yogyakarta (RKKD) will be useful for each regencies/city's government and for the stakeholders of each regencies/city in order to evaluate various development program engaged. The analysis that can be used to determine whether regencies/city has a PAD excellence between other regencies/city is IKK Method (Financial Capability Indeks) as an average calculation from Growth Index, Elasticity Index, and Share Index. To analyze, the Chi Square and Anova Test with alpha 5% were used.

**Keywords:** finance ability index, growth index, elasticity index, share index

### **PENDAHULUAN**

Pemberlakuan dua undang-undang tentang Otonomi Daerah per 1 Januari 2001, yaitu Undang-Undang Nomor 22 tahun 1999 tentang Pemerintahan Daerah

yang telah diganti menjadi Undang-Undang Nomor 32 tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah dan Undang-Undang Nomor 25 tahun 1999 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah yang telah diganti menjadi Undang-Undang Nomor 33 tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah telah memberikan peran yang lebih besar kepada pemerintah, instansi, dan para pelaku ekonomi daerah untuk menangani pembangunan di daerah. Kedua undang-undang tentang otonomi daerah tersebut muncul karena proses pembangunan di Indonesia selama Orde Lama dan Orde Baru telah mengakibatkan terjadinya kesenjangan pembangunan antarwilayah Indonesia Barat dan Indonesia Timur. Kesenjangan tersebut terjadi karena adanya ketidakmerataan dalam alokasi investasi antarwilayah yang ternyata sangat berpengaruh dalam memicu dan memacu pertumbuhan regional. Oleh karena itu, tepatlah waktunya untuk memberi peran yang lebih besar kepada pemerintah, instansi, dan para pelaku ekonomi daerah untuk menangani pembangunan di daerah.

Pemerataan pembangunan wilayah dengan pemerataan alokasi investasi antarwilayah perlu memperhatikan masalah dan potensi yang ada di wilayah sehingga diharapkan akan terjadi spesialisasi dalam proses pembangunan dengan keunggulan komparatif yang dimiliki masing-masing wilayah. Demikian pula dengan pengembangan wilayah melalui pembangunan di daerah antara pusat pemerintahan daerah provinsi dengan kota/kabupaten dan antara daerah kota/kabupaten dengan kecamatan, dan

seterusnya harus pula memperhatikan masalah dan potensi yang ada. Otonomi daerah yang dilaksanakan per 1 Januari 2001 telah memberikan peran yang lebih besar kepada pemerintah dan para pelaku ekonomi daerah untuk menangani pembangunan di daerah. Tuntutan otonomi daerah muncul untuk merespon kesenjangan pembangunan antarwilayah –Jawa dan luar Jawa serta Indonesia Barat dan Indonesia Timur yang diakibatkan ketidakmerataan dalam alokasi investasi antarwilayah yang berpengaruh dalam pertumbuhan antarwilayah (Badrudin, 2000). Oleh karena itu, pelaksanaan otonomi daerah merupakan *moment* yang tepat untuk mem-beri peran yang lebih besar kepada pemerintah dan para pelaku ekonomi daerah untuk menangani pembangunan di daerah.

Hakekat pembangunan ekonomi daerah adalah proses yang ditunjukkan dengan tindakan pemerintah dan masyarakat dalam mengelola sumberdaya sumberdaya yang ada dan membentuk suatu pola kemitraan antara pemerintah daerah dengan masyarakat untuk menciptakan suatu lapangan kerja baru dan merangsang perkembangan kegiatan ekonomi dalam wilayah tersebut. Masalah pokok dalam pembangunan ekonomi daerah adalah terletak pada penekanan terhadap kebijakan-kebijakan pembangunan yang didasarkan pada kekhasan daerah yang bersangkutan (*endogenous development*) dengan menggunakan potensi sumberdaya manusia, kelembagaan, dan sumberdaya fisik secara lokal. Orientasi ini mengarahkan pada inisiatif yang muncul dari daerah tersebut dalam proses pembangunan untuk menciptakan kesempatan kerja baru dan merangsang

peningkatan kegiatan ekonomi.

Setiap usaha pembangunan ekonomi daerah mempunyai tujuan utama untuk meningkatkan jumlah dan jenis peluang kerja untuk masyarakat daerah. Dalam usaha untuk mencapai tujuan tersebut, pemerintah daerah beserta masyarakatnya harus secara bersama-sama mengambil inisiatif pembangunan daerah. Oleh karena itu, pemerintah daerah beserta masyarakatnya dan dengan menggunakan sumberdaya sumberdaya yang ada di daerah tersebut harus mampu menaksir potensi sumberdaya sumberdaya yang diperlukan untuk merancang dan membangun perekonomian daerah.

Pendekatan alternatif terhadap teori pembangunan daerah telah dirumuskan untuk kepentingan perencanaan pembangunan ekonomi daerah. Pendekatan ini merupakan sistesis dan perumusan kembali konsep-konsep yang telah ada. Pendekatan ini memberikan dasar bagi kerangka pikir dan rencana tindakan yang akan diambil dalam konteks pembangunan ekonomi daerah. Paradigma baru ditunjukkan pada Tabel 1 berikut ini:

Pemerataan pembangunan wilayah dengan pemerataan alokasi investasi antarwilayah perlu memperhatikan masalah dan potensi yang ada di wilayah sehingga diharapkan akan terjadi spesialisasi dalam proses pembangunan dengan keunggulan komparatif yang dimiliki masing-masing wilayah. Demikian pula dengan pengembangan wilayah melalui pembangunan di daerah antara pusat pemerintahan daerah provinsi dengan kota/kabupaten dan antara daerah kota/kabupaten dengan kecamatan, dan

**Tabel 1**  
**Paradigma Baru Teori Pembangunan Ekonomi Daerah**

<b>Komponen</b>	<b>Konsep Lama</b>	<b>Konsep Baru</b>
Kesempatan Kerja	Semakin banyak perusahaan = semakin banyak peluang kerja	Perusahaan harus mengembangkan pekerjaan yang sesuai dengan kondisi penduduk daerah
Basis Pembangunan	Pengembangan sektor ekonomi	Pengembangan lembaga-lembaga ekonomi baru
Aset-Aset Lokasi	Keunggulan komparatif didasarkan pada aset fisik	Keunggulan kompetitif didasarkan pada kualitas lingkungan
Sumberdaya Pengetahuan	Ketersediaan angkatan kerja	Pengetahuan sebagai pembangkit ekonomi

**Sumber:** Arsyad (2004).



seterusnya harus pula memperhatikan masalah dan potensi yang ada.

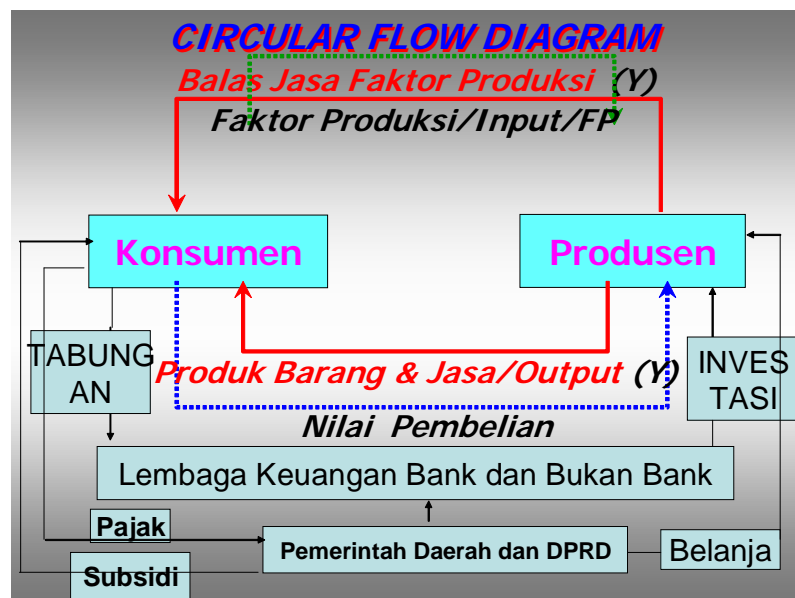
Pemerintah daerah dan pelaku ekonomi di daerah sebagai komponen sumberdaya manusia dalam pelaksanaan otonomi daerah dapat dijelaskan dengan menggunakan *circular flow diagram* seperti yang nampak pada Gambar 1. Diagram tersebut menjelaskan bagaimana pemerintah daerah dan pelaku ekonomi di daerah saling berinteraksi, dengan asumsi ada lima pelaku yaitu masyarakat, perusahaan, lembaga keuangan bank dan bukan bank, pemerintah daerah, dan dewan perwakilan rakyat daerah.

Masyarakat diasumsikan sebagai pelaku ekonomi yang memiliki faktor produksi dan kemudian dijual kepada perusahaan yang oleh karena itu masyarakat akan memperoleh pendapatan. Di samping itu, masyarakat merupakan pelaku ekonomi yang akan mengkonsumsi barang dan jasa pengeluaran konsumsi masyarakat yang dihasilkan perusahaan. Perusahaan diasumsikan sebagai pelaku ekonomi yang melakukan kegiatan produksi, yaitu menghasilkan barang dan jasa yang dijual kepada masyarakat. Perusahaan dapat menghasilkan barang dan jasa karena perusahaan

membeli atau menyewa faktor produksi yang ditawarkan masyarakat.

Lembaga keuangan bank dan bukan bank merupakan lembaga yang mempunyai peran sebagai lembaga perantara (*intermediation role*) dan lembaga pelancar jalannya interaksi ekonomi (*transmission role*). Sebagai lembaga perantara, lembaga keuangan berperan sebagai penghubung antara pelaku ekonomi yang memiliki kelebihan dana (masyarakat) yang ditabung di lembaga keuangan dengan pelaku ekonomi yang membutuhkan dana (perusahaan) yang digunakan untuk investasi. Sebagai lembaga pelancar jalannya interaksi ekonomi, lembaga keuangan bank berperan sebagai lembaga pencetak uang kartal dan uang giral yang digunakan sebagai *medium of exchange*, *unit of account*, *store of value*, *standard deferred of payment*, dan *medium of commodity*. Pemerintah daerah beserta Dewan Perwakilan Rakyat Daerah mempunyai kekuasaan dalam membuat kebijakan-kebijakan untuk melancarkan interaksi ekonomi antarpelaku ekonomi daerah.

Undang-Undang otonomi daerah sebenarnya sudah ada sejak tahun 1945. Namun dalam



Sumber: Musgrave and Musgrave (1989). Diolah kembali.

Gambar 1  
Circular Flow Diagram

pelaksanaannya mengalami fluktuasi operasional sejalan dengan kondisi politik yang ada. Berikut ini diuraikan peraturan perundangan tentang otonomi daerah yang pernah dan sedang berlaku di Indonesia sejak tahun 1945 sampai dengan 2004, yaitu 1) Undang-Undang Nomor 1 tahun 1945, dimana kebijakan pemerintah tentang otonomi daerah lebih menitikberatkan pada dekonsentrasi; 2) Undang-Undang Nomor 22 tahun 1948, dimana kebijakan pemerintah tentang otonomi daerah lebih menitikberatkan pada desentralisasi; 3) Undang-Undang Nomor 1 tahun 1957, kebijakan otonomi bersifat dualisme dimana kepala daerah bertanggungjawab kepada DPRD; 4) Ketetapan Presiden Nomor 6 tahun 1959, Pemerintah lebih menekankan pada dekonsentrasi; 5) Undang-Undang Nomor 18 tahun 1965, dimana kebijakan pemerintah menitikberatkan pada desentralisasi dengan memberikan otonomi yang seluas-luasnya pada daerah sedangkan dekonsentrasi hanya sebagai pelengkap; 6) Undang-Undang Nomor 5 tahun 1974, yaitu dengan desentralisasi, dekonsentrasi, dan tugas pembantuan, selanjutnya dengan kebijakan pemerintahan pada masa Orde Baru, pembangunan ekonomi menjadi isu sentral dibandingkan politik yang pada penerapannya seolah-olah terjadi proses politisasi peran pemerintahan daerah dan menggantikannya dengan peran pembangunan yang menjadi isu nasional; 7) Undang-Undang Nomor 22 tahun 1999 tentang Pemerintahan Daerah dan Undang-Undang Nomor 25 tahun 1999 tentang Perimbangan Keuangan Antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah, pada masa itu terjadi lagi perubahan yang menjadikan pemerintahan daerah sebagai titik sentral dalam penyelenggaraan pemerintahan dan pembangunan dengan mengedepankan otonomi yang luas, nyata, dan bertanggungjawab; dan 8) Undang-Undang Nomor 32 tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah dan Undang-Undang Nomor 33 tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah, pada masa itu terjadi lagi perubahan yang menjadikan pemerintahan daerah sebagai titik sentral dalam penyelenggaraan pemerintahan dan pembangunan dengan mengedepankan otonomi yang luas, nyata, dan bertanggungjawab tidak hanya dalam bidang ekonomi tetapi juga politik. Hal ini nampak dengan mulai diberlakukannya Pemilihan Kepala

Daerah Langsung (Pilkadal) mulai bulan Mei 2005.

Menurut UU Nomor 32 tahun 2004, Republik Indonesia menganut asas desentralisasi, asas dekonsentrasi, dan tugas pembantuan dalam penyelenggaraan pemerintahan dengan memberi kesempatan dan keleluasaan kepada daerah untuk menyelenggarakan otonomi daerah. Hal itu juga disebutkan dalam penjelasan Pasal 18 UUD 1945 yang menyatakan bahwa Pasal 18 UUD 1945 menjadi landasan yang kuat bagi TAP MPR Republik Indonesia Nomor XV/MPR/1998 tentang Penyelenggaraan Otonomi Daerah; Pengaturan, Pembagian dan Pemanfaatan Sumber Daya Nasional yang Berkeadilan; serta Perimbangan Keuangan Pusat dan Daerah Dalam Kerangka Negara Kesatuan Republik Indonesia sebagai landasan yang kuat untuk menyelenggarakan otonomi daerah.

Otonomi daerah dilaksanakan dengan memberikan kewenangan yang luas, nyata, dan bertanggungjawab kepada daerah secara proporsional yang diwujudkan dengan pengaturan, pembagian, dan pemanfaatan sumberdaya nasional yang berkeadilan serta perimbangan keuangan pusat dan daerah. Di samping itu, penyelenggaraan otonomi daerah juga dilaksanakan dengan prinsip-prinsip demokrasi, partisipasi masyarakat, pemerataan, dan keadilan, serta memperhatikan potensi dan keanekaragaman daerah. Provinsi merupakan daerah otonom dan sekaligus wilayah administrasi sebagai pelaksana kewenangan pemerintah pusat yang didelegasikan kepada gubernur. Provinsi bukan merupakan pemerintah atasan dari daerah kabupaten atau daerah kota.

Kewenangan otonomi luas adalah keleluasaan daerah untuk menyelenggarakan pemerintahan yang mencakup kewenangan semua bidang pemerintahan perencanaan, pengawasan, pengendalian, dan evaluasi kecuali di bidang luar negeri, pertahanan keamanan, peradilan, moneter dan fiskal, agama, serta kewenangan lainnya yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah. Kewenangan otonomi nyata adalah keleluasaan daerah untuk menyelenggarakan kewenangan daerah dalam bidang tertentu yang secara nyata ada dan diperlukan serta tumbuh, hidup, dan berkembang di daerah. Kewenangan otonomi yang bertanggungjawab adalah perwujudan pertanggung-jawaban sebagai konsekuensi pemberian hak dan kewajiban kepada daerah dalam mencapai tujuan pemberian otonomi.

Untuk menyelenggarakan otonomi daerah tersebut maka daerah diberi kewenangan untuk menggali sumber keuangan daerah sendiri yang didukung oleh perimbangan keuangan antara pemerintah pusat dan daerah serta antara provinsi dan kabupaten/kota sebagai prasyarat dalam sistem Pemerintahan Daerah.

Menurut UU Nomor 33 tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah, dalam penyelenggaraan otonomi daerah diperlukan pengaturan, pembagian, dan pemanfaatan sumberdaya nasional yang berkeadilan serta perimbangan keuangan pemerintah pusat dan daerah. Sumber pembiayaan pelaksanaan desentralisasi terdiri dari pendapatan asli daerah, dana perimbangan, dan lain-lain penerimaan yang sah. Pendapatan Asli Daerah (PAD) merupakan sumber keuangan daerah yang digali dari dalam daerah yang bersangkutan yang terdiri dari pajak daerah, retribusi daerah, hasil pengelolaan kekayaan daerah lainnya yang dipisahkan, dan lain-lain PAD yang sah. Dana perimbangan merupakan sumber pembiayaan yang berasal dari bagian daerah dari pajak bumi dan bangunan (PBB), bea perolehan hak atas tanah dan bangunan (BPHTB), penerimaan dari sumberdaya alam, dana alokasi umum, dan alokasi khusus.

Dalam era otonomi daerah, persaingan antardaerah kabupaten/kota dalam menggali dana dari luar sangat ketat. Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta yang terletak di Provinsi DIY perlu mengembangkan lebih

lanjut sumber dana mandiri yang berasal dari PAD, yang meliputi pajak daerah, retribusi daerah, hasil pengelolaan kekayaan daerah lainnya yang dipisahkan, dan lain-lain PAD yang sah. Pengembangan PAD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta sangat dibutuhkan bagi Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta itu sendiri dalam rangka membiayai pembangunan di Kabupaten Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta secara mandiri. Pembiayaan secara mandiri tersebut diperlukan karena sangat berisiko sekali bagi Kabupaten Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta apabila mengharapkan sumber pembiayaan yang bukan bersumber pada PAD karena dana perimbangan tidak dapat diperoleh daerah secara maksimal karena ada sebagian yang menjadi haknya pemerintah pusat. Pinjaman daerah pun belum dapat diharapkan menjadi salah satu sumber pembiayaan daerah karena pelaksanaan pinjaman daerah harus berkoordinasi dengan pemerintah pusat. Oleh karena itu, tepatlah kalau pemerintah daerah harus inovatif dalam menggali sumber dana yang berasal dari daerah itu sendiri.

Berdasarkan data APBD dan PAD seluruh Kabupaten/Kota di Provinsi DIY pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 diperoleh hasil seperti yang nampak pada Tabel.2 dan Tabel 3 berikut ini:

Data pada Tabel 2 dan Tabel 3 memberikan informasi yang mencakup (1) Karakteristik dan

**Tabel 2**  
**Nilai Total Pendapatan pada APBD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah (Tahun 2001-2005) (juta Rupiah)**

Kabupaten/Kota	2001	2002	2003	2004	2005
Kabupaten Bantul	267,332.28	336,570.26	389,393.97	398,879.89	442,291.64
Kabupaten Gunung Kidul	206,666.63	251,665.06	342,277.68	340,447.50	351,298.03
Kabupaten Kulon Progo	221,037.33	251,631.71	294,377.19	296,569.12	307,791.01
Kabupaten Sleman	308,531.58	327,995.65	452,884.66	481,181.46	520,548.87
Kota Yogyakarta	227,009.17	303,020.07	338,630.76	369,649.88	391,886.90

Sumber: <http://www.depkeu.go.id>. Data diolah.

**Tabel 3**  
**Nilai PAD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah (Tahun 2001-2005) (juta Rupiah)**

Kabupaten/Kota	2001	2002	2003	2004	2005
Kabupaten Bantul	14,073.13	22,425.15	32,882.35	30,777.82	37,683.85
Kabupaten Gunung Kidul	8,852.28	13,486.85	17,481.69	19,715.64	24,187.46
Kabupaten Kulon Progo	10,132.95	16,225.51	24,039.44	19,834.96	24,332.48
Kabupaten Sleman	29,571.15	34,001.26	52,978.74	60,112.31	77,904.74
Kota Yogyakarta	40,352.59	56,377.46	68,621.56	79,911.43	89,196.41

**Sumber:** <http://www.depkeu.go.id>. Data diolah.

dinamika Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 khususnya data perekonomian, infra-struktur, karakteristik sosial, sumberdaya dan institusi, dan sebagainya; dan (2) Hubungan antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 dengan pemerintah pusat, Provinsi DIY, dan kabupaten yang lain.

Berdasarkan data pada Tabel 2 dan Tabel 3 dapat dihitung nilai kontribusi PAD terhadap Total Pendapatan pada APBD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY. Hasil perhitungan disajikan pada Tabel 4 berikut ini:

Secara umum, kontribusi PAD terhadap Total Pendapatan pada APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 cenderung meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 semakin mandiri dan mampu dalam membiayai pembangunan di daerahnya. Namun demikian, peningkatan kemandirian dan kemampuan Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 dalam membiayai pembangunan tidak sama. Hal ini nampak berdasarkan hasil perhitungan laju pertumbuhan PAD pada APBD Kabupaten Bantul,

**Tabel 4**  
**Kontribusi PAD pada APBD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah (Tahun 2001-2005) (%)**

Kabupaten/Kota	2001	2002	2003	2004	2005
Kabupaten Bantul	5.26	6.66	8.44	7.72	8.52
Kabupaten Gunung Kidul	4.28	5.36	5.11	5.79	6.89
Kabupaten Kulon Progo	4.58	6.45	8.17	6.69	7.91
Kabupaten Sleman	9.58	10.37	11.70	12.49	14.97
Kota Yogyakarta	17.78	18.61	20.26	21.62	22.76

**Sumber:** Tabel 2 dan Tabel 3. Data diolah.

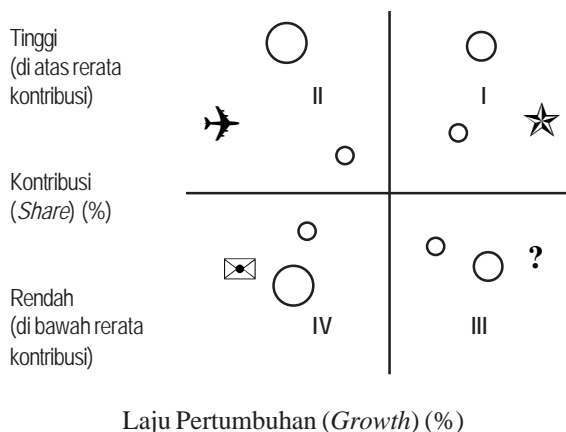
Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 seperti yang disajikan pada Tabel 5 berikut ini:

Analisis untuk mengetahui suatu Kabupaten/Kota memiliki keunggulan PAD di antara Kabupaten/Kota yang lain adalah dengan menggunakan matriks *Boston-Consulting Group (BCG Matrix)* atau Metode Kuadran (K., Deddy, 2002). *BCG Matrix* atau Metode Kuadran memiliki empat kuadran yang dipisahkan oleh dua sumbu, yaitu sumbu vertikal dan sumbu horizontal. Sumbu vertikal menunjukkan laju pertumbuhan nilai PAD suatu Kabupaten/Kota terhadap keseluruhan PAD Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dan sumbu horizontal menunjukkan kontribusi nilai PAD suatu Kabupaten/Kota terhadap keseluruhan PAD Kabupaten/Kota di Provinsi DIY. Sedangkan laju pertumbuhan PAD diukur dari persentase perubahan nilai PAD suatu Kabupaten/Kota dari tahun ke tahun selama tahun 2001-2005.

Lingkar-lingkar pada *BCG Matrix* menunjukkan kontribusi dan laju pertumbuhan PAD. Masing-masing Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dikelompokkan berdasarkan tinggi rendahnya kontribusi dan pertumbuhan masing-masing PAD. Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang memiliki kontribusi PAD di atas rata-rata kontribusi seluruh PAD Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dikelompokkan ke dalam Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang memiliki kontribusi PAD tinggi, dan sebaliknya. Demikian juga dengan pengelompokan Kabupaten/Kota di Provinsi DIY berdasarkan laju pertumbuhan PAD. Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang memiliki laju pertumbuhan PAD di atas rata-rata laju pertumbuhan seluruh PAD

Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dikelompokkan ke dalam kelompok Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang memiliki laju pertumbuhan PAD tinggi, dan sebaliknya.

**Laju Pertumbuhan (*Growth*) (%)**  
**Rendah (di bawah rerata laju pertumbuhan) Tinggi**  
**(di atas rerata laju pertumbuhan)**



**Gambar 2**  
**BCG Matrix (Metode Kuadran) Mengukur**  
**Kemampuan Keuangan Kabupaten/Kota**  
**di Provinsi DIY**

Penelitian ini dilakukan dalam rangka menganalisis bagaimana Pemerintah Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta mengoptimalkan berbagai program pembangunan

**Tabel 5**  
**Pertumbuhan PAD pada APBD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah (Tahun 2001-2005) (%)**

Kabupaten/Kota	2001	2002	2003	2004	2005
Kabupaten Bantul	59.35	46.63	-6.40	22.44	4.37
Kabupaten Gunung Kidul	52.35	29.62	12.78	22.68	5.37
Kabupaten Kulon Progo	60.13	48.16	-17.49	22.67	18.74
Kabupaten Sleman	14.98	55.81	13.46	29.60	11.00
Kota Yogyakarta	39.71	21.72	16.45	11.62	2.72

**Sumber:** Tabel 3. Data diolah.

**Tabel 6**  
**Distribusi Persentase Produk Domestik Regional Bruto (PDRB) Provinsi D.I. Yogyakarta**  
**Menurut Lapangan Usaha, Atas Dasar Harga Berlaku, Tahun 2001 – 2005 (%)**

Lapangan Usaha	2001	2002	2003	2004	2005
Pertanian	18,57	17,02	16,50	15,70	15,55
Penggalian	0,87	0,87	0,83	0,78	0,74
Industri Pengolahan	15,47	15,65	15,18	14,11	13,86
Listrik dan Air Bersih	1,04	1,18	1,22	1,30	1,28
Konstruksi	6,96	7,40	7,92	9,13	9,75
Perdagangan, Hotel, dan Restoran	19,13	19,21	18,90	19,14	19,03
Pengangkutan dan Komunikasi	9,63	9,71	9,72	10,18	10,37
Kuangan, Real Estate, dan Jasa Perusahaan	9,38	9,90	9,93	9,92	9,37
Jasa-jasa	18,96	19,06	19,80	19,74	20,06

**Sumber:** BPS Provinsi D.I. Yogyakarta.

sesuai dengan tujuan pembangunan Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta melalui APBD masing-masing kabupaten/kota. Hasil analisis angka-angka pada item pendapatan pada masing-masing APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta (analisis RKKD) akan bermanfaat bagi Pemerintah Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta dan *stakeholders* masing-masing kabupaten/kota dalam melakukan evaluasi terhadap berbagai program pembangunan yang dijalankannya. Analisis rasio keuangan terhadap APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta dilakukan melalui Rasio Kemandirian Keuangan Daerah (RKKD), yaitu dengan menghitung proporsi Pendapatan Asli Daerah terhadap APBD masing-masing Kabupaten/Kota di Provinsi DIY. Penelitian ini menggunakan data APBD tahun 2001 sampai dengan 2005 karena pada periode tahun tersebut adalah lima tahun awal pelaksanaan Otonomi Daerah pasca pemberlakuan UU Nomor 22 tentang Pemerintahan Daerah Tahun 1999 dan UU Nomor 25 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah tahun 1999 yang kemudian direvisi menjadi UU Nomor 32 tentang Pemerintahan Daerah Tahun 2004 dan UU Nomor 33 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah

Pusat dan Pemerintahan Daerah Tahun 2004.

Selama periode 2001-2005, kinerja perekonomian Provinsi DIY yang ditunjukkan dengan nilai Produk Domestik Regional Bruto (PDRB) selalu meningkat dari tahun ke tahun. Pada tahun 2005, nilai PDRB atas dasar harga berlaku mencapai Rp29,42 triliun. Secara nominal, PDRB mengalami kenaikan sebesar Rp3,99 triliun dibandingkan tahun 2004 yang sebesar Rp25,43 triliun. Namun demikian, kenaikan ini masih mengandung kenaikan harga barang dan jasa yang diproduksi selama tahun 2005. Rata-rata kenaikan harga barang dan jasa di tingkat produsen pada tahun 2005 mencapai 11,57%. Kenaikan ini dipicu oleh kenaikan harga BBM pada akhir tahun 2005. Berdasarkan harga konstan 2000, nilai PDRB juga mengalami kenaikan dari Rp16,91 triliun pada tahun 2004 menjadi Rp17,54 triliun di tahun 2005. Hal ini menunjukkan, bahwa perekonomian Provinsi DIY mengalami pertumbuhan yang positif sebesar 3,69%. Kenaikan tersebut murni sebagai peningkatan produksi, karena nilai PDRB atas dasar harga konstan telah terbebas dari pengaruh inflasi.

Seiring dengan menyusutnya luas lahan pertanian, kontribusi sektor pertanian juga mengalami penurunan. Apabila pada tahun 2001 sektor pertanian masih mempunyai kontribusi sekitar 18,57%, pada tahun 2005 menurun menjadi 15,55%. Relatif rendahnya



**Tabel 7**  
**Perkembangan PDRB Per Kapita Provinsi D.I. Yogyakarta, Tahun 2001 – 2005**

<b>Uraian</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
PDRB adh. Berlaku (juta rupiah)	17,521,778	19,613,418	22,023,880	25,427,339	29,415,951
PDRB adh. konstan 2000 (juta rupiah)	14,687,284	15,360,409	16,146,424	16,910,877	17,535,354
Penduduk pertengahan tahun (orang)*	3,208,656	3,253,038	3,298,033	3,343,651	3,388,733
PDRB per kapita Adh berlaku (rupiah)	5,460,784	6,029,263	6,677,883	7,604,663	8,680,516
PDRB per kapita Adh. konstan 2000 ( rupiah)	4,577,395	4,721,866	4,895,774	5,057,608	5,174,605

**Sumber:** BPS Provinsi D.I. Yogyakarta.

Keterangan: Penduduk pertengahan tahun dihitung berdasarkan proyeksi SP 2000 dan SUPAS 2005.

tingkat inflasi untuk produk pertanian dibanding dengan produk lainnya juga menjadi salah satu penyebab turunnya kontribusi sektor pertanian dalam pembentukan PDRB. Hal ini tercermin dari laju indeks harga implisit beranta.. Secara nominal, sektor industri menghasilkan nilai tambah bruto sebesar Rp4,08 triliun dengan kontribusi sebesar 13,86%, lebih kecil dibandingkan kontribusi tahun 2004 yang mencapai 14,11%. Sejak tahun 2003, porsi sektor industri pengolahan terus mengalami penurunan.

Peranan ketiga kelompok sektor terhadap pembentukan PDRB Provinsi DIY selalu mengalami perubahan dari tahun ke tahun. Pada tahun 2005 peranan sektor primer tercatat sebesar 16,29% atau mengalami penurunan dibandingkan dengan tahun sebelumnya yang mencapai 16,48%. Apabila pada tahun 2004 kontribusi sektor sekunder mencapai 24,54%, maka pada tahun 2005 naik menjadi 24,89%. Peranan sektor tersier yang biasanya selalu mengalami kenaikan dari tahun ke tahun, namun pada tahun 2005 sedikit menurun. Jika pada tahun 2001 peranan sektor tersier sebesar 57,09% dan di tahun 2004 mencapai 58,99%, maka pada tahun 2005 menjadi sebesar 58,82%. Penjelasan ini mengindikasikan, bahwa struktur ekonomi Provinsi DIY mengalami perubahan peran dari sektor primer ke sektor tersier.

PDRB per kapita dapat digunakan sebagai salah satu indikator tingkat kemakmuran penduduk suatu daerah/wilayah. PDRB per kapita diperoleh dari hasil bagi antara nilai tambah yang dihasilkan oleh seluruh sektor ekonomi di suatu wilayah (PDRB) dengan jumlah penduduk. Oleh karena itu, besar kecilnya jumlah

penduduk berpengaruh terhadap nilai PDRB per kapita. Sedangkan besar kecilnya nilai PDRB sangat tergantung pada potensi sumber daya alam dan faktor-faktor produksi yang terdapat di daerah tersebut. Angka penduduk yang digunakan adalah jumlah penduduk pada pertengahan tahun hasil Sensus Penduduk (SP) tahun 2000 dan Survei Penduduk Antar Sensus (SUPAS) tahun 2005 beserta proyeksinya.

Nilai PDRB per kapita Provinsi DIY atas dasar harga berlaku sejak tahun 2001 hingga 2005 mengalami peningkatan secara terus menerus. Pada tahun 2001 nilai PDRB per kapita tercatat sebesar Rp5,46 juta,-, dan secara nominal terus mengalami kenaikan hingga tahun 2005 mencapai Rp8,68 juta,-. Kenaikan PDRB perkapita secara riil dapat dilihat dari nilai PDRB berdasarkan harga konstan 2000. Secara riil, ternyata nilai PDRB per kapita sejak tahun 2001 terus mengalami kenaikan dari sebesar Rp4,58 juta,- menjadi Rp5,17 juta,- di tahun 2005.

Struktur ekonomi suatu daerah/wilayah menggambarkan seberapa besar ketergantungan suatu daerah/wilayah terhadap kemampuan berproduksi dari setiap sektor ekonomi. Struktur ekonomi terbentuk dari nilai tambah yang diciptakan oleh masing-masing sektor. Dengan melihat kontribusi masing-masing sektor terhadap pembentukan PDRB, maka dapat diketahui seberapa besar peran suatu sektor dalam menunjang perekonomian daerah. Selama lima tahun (2001-2005), struktur perekonomian DIY masih didominasi oleh 4 (empat) sektor, yaitu sektor jasa-jasa; sektor perdagangan, hotel dan restoran; sektor pertanian; serta sektor industri pengolahan. Porsi sektor

jasa-jasa bersama dengan sektor perdagangan, hotel dan restoran setiap tahun cenderung meningkat; sedangkan sektor industri pengolahan cenderung tetap atau bahkan menurun. Demikian pula kontribusi sektor pertanian setiap tahun mengalami penurunan, sebagai akibat menurunnya luas lahan pertanian dan adanya kenaikan harga produk pertanian yang tak secepat produk lain. Fenomena ini menunjukkan, bahwa perekonomian Provinsi DIY mengalami pergeseran dari perekonomian agraris menuju niaga jasa. Industrialisasi yang biasanya terjadi pada beberapa wilayah yang semula berbasis pertanian tidak sepenuhnya terjadi di Provinsi DIY. Walaupun secara nominal sektor industri pengolahan berkembang tetapi kontribusinya cenderung menurun, sementara kontribusi gabungan sektor perdagangan dan jasa-jasa justru selalu meningkat merupakan salah satu indikator bahwa proses industrialisasi di Provinsi DIY mengalami beberapa kendala.

Tujuan penelitian yang ingin dicapai adalah 1) Untuk mengetahui perbedaan proporsi dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah; 2) Untuk mengetahui perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah; 3) Untuk mengetahui perbedaan posisi pada *BCG Matrix* (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah; dan 4) Untuk mengetahui perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah. Manfaat penelitian ini adalah 1) Berdasarkan segi teori, sebagai sumbangan dalam pengembangan ilmu pengetahuan (teori ekonomi pembangunan, teori ekonomi perencanaan pembangunan, dan teori ekonomi regional) khususnya yang berkaitan dengan Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD); 2) Berdasarkan segi praktik, sebagai sumbangan bagi pemerintah kabupaten/kota dalam mengetahui pengelolaan APBD, sebagai sumbangan bagi DPRD kabupaten/kota untuk mengetahui wewenang legislasi dalam pengambilan keputusan pemerintah kabupaten/kota, dan sebagai sumbangan bagi pemerintah pusat untuk mengetahui dampak kebijakan pemerintah pusat

terhadap efektifitas perekonomian daerah; dan 3) Sebagai sumbangan referensi bagi peneliti berikutnya secara lebih luas dan rinci.

Batasan penelitian ini ada pada lokasi dan waktu penelitian. Lokasi penelitian adalah daerah di wilayah Provinsi Daerah Istimewa Yogyakarta (DIY) yang meliputi Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta. Waktu penelitian dilakukan pada periode tahun 2010 berdasarkan data APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta periode tahun 2001-2005. Penggunaan data APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta periode tahun 2001-2005, karena periode tahun tersebut merupakan lima tahun pertama era pelaksanaan Otonomi Daerah di Indonesia yang dimulai pada tanggal 1 Januari 2001 berdasarkan Undang-Undang Otonomi Daerah (UU Nomor 22 Tahun 1999 tentang Pemerintahan Daerah dan UU Nomor 25 Tahun 1999 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah). Di samping itu, periode tahun 2001-2005 merupakan periode pertama Bupati Sleman dipilih oleh Dewan Perwakilan Rakyat Daerah (DPRD) Kabupaten Sleman sebelum dilaksanakannya Sistem Pemilihan Kepala Daerah Langsung (Pilkadal) mulai bulan Mei 2005 berdasarkan UU Nomor 32 Tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah dan UU Nomor 33 Tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah yang menggantikan UU Nomor 22 Tahun 1999 tentang Pemerintahan Daerah dan UU Nomor 25 Tahun 1999 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah.

## MATERI DAN METODE PENELITIAN

Usaha-usaha pembangunan yang dilakukan berbagai negara, baik negara maju maupun negara sedang berkembang secara teoritis dapat dipelajari dengan teori pertumbuhan ekonomi. Ada dua pengelompokan teori pertumbuhan dan pembangunan ekonomi, yaitu kelompok mashab historis dan mashab analitis (Arsyad, 2004). Mashab historis adalah suatu pandangan tentang teori pembangunan ekonomi yang melihat pembangunan ekonomi berdasarkan suatu pola pendekatan yang berpangkal pada perspektif sejarah. Metode kajian mashab ini bersifat induktif empiris.

Dalam alam pikiran mashab ini fenomena ekonomi adalah produk perkembangan menyeluruh dan dalam tahap tertentu dalam perjalanan sejarah. Beberapa teori pembangunan ekonomi historis antara lain adalah teori yang dikemukakan oleh Friedrich List, Bruno Hilderbrand, Karl Bucher, dan Walt Whitman Rostow. Mashab analitis adalah suatu pandangan tentang teori pembangunan ekonomi yang mengungkapkan proses pertumbuhan ekonomi secara logis dan konsisten, tetapi sering bersifat abstrak dan kurang menekankan kepada aspek empiris. Metode kajian mashab ini bersifat deduksi teoritis. Beberapa teori pertumbuhan ekonomi analitis antara lain adalah Adam Smith, David Ricardo, Robert Solow dan Trevor Swan (Solow Swan), Sir Roy F. Harrod dan Evsey Domar (Harrod Domar), Nicholas Kaldor, Arthur Lewis, dan Ranis Fei.

Salah satu teori pertumbuhan ekonomi yang berkembang sejak tahun 1950-an adalah teori pertumbuhan ekonomi Neo-Klasik yang dikemukakan oleh Solow Swan Menurut teori pertumbuhan ekonomi Solow Swan, pertumbuhan ekonomi tergantung kepada pertambahan penyediaan faktor-faktor produksi (penduduk, tenaga kerja, dan akumulasi modal) dan tingkat kemajuan teknologi. Berdasarkan penelitian Solow (1957), dikemukakan bahwa peran dari kemajuan teknologi di dalam pertumbuhan ekonomi sangat tinggi. Pandangan ini didasarkan kepada anggapan yang mendasari analisis Klasik, yaitu perekonomian akan tetap mengalami tingkat pengerjaan penuh dan kapasitas peralatan modal akan tetap sepenuhnya digunakan sepanjang waktu. Dengan demikian, seberapa perkembangan perekonomian akan tergantung pada pertambahan penduduk, akumulasi kapital, dan kemajuan teknologi. Teori pertumbuhan Neo Klasik ini didasarkan kepada fungsi produksi yang dikembangkan oleh Charles Cobb dan Paul Douglas (fungsi produksi Cobb Douglas) yang diformulasikan sebagai berikut:

$$Q = TL^a K^b$$

Keterangan:

- Q = tingkat output pada tahun tertentu  
 T = tingkat teknologi pada tahun tertentu  
 L = jumlah tenaga kerja pada tahun tertentu  
 K = jumlah stok barang modal pada tahun tertentu  
 a = persentase perubahan output yang diciptakan

oleh perubahan 1% tenaga kerja

b = persentase perubahan output yang diciptakan oleh perubahan 1% modal

Pendekatan pembangunan ekonomi menekankan pada proses pembentukan modal. Modal inilah yang kemudian digunakan sebagai sumber pembiayaan pembangunan. Sumber-sumber pembiayaan pembangunan secara makro di Indonesia adalah (1) Ekspor, sebagai penganut sistem ekonomi terbuka, lalu lintas perdagangan internasional sangat berperan penting dalam perekonomian dan pembangunan di Indonesia. Seberapa besar peran tersebut dapat terlihat dari kontribusi ekspor yang sangat besar terhadap devisa Indonesia; (2) Bantuan Luar Negeri dan Penanaman Modal Asing (PMA), di masa awal orde baru, para penentu kebijakan menghadapi kelangkaan modal dan sumber pembiayaan pembangunan. Tabungan domestik waktu itu begitu rendah dan tidak dapat diharapkan meningkat dalam waktu singkat. Jalan keluarnya adalah pembiayaan pembangunan dari sumber-sumber luar negeri, dalam bentuk bantuan luar negeri dan PMA; dan (3) Tabungan Domestik yang diperoleh dari sektor pemerintah dan sektor masyarakat. Tabungan pemerintah yang dimaksud adalah tabungan pemerintah dalam APBN, sebagai selisih antara penerimaan dalam negeri dan pengeluaran rutin. Sedangkan tabungan masyarakat merupakan akumulasi dari Tabungan Pembangunan Nasional (Tabanas), Taska, dan Deposito Berjangka. Secara mikro, sumber-sumber pembiayaan pembangunan daerah tidak berbeda. Hanya saja ruang lingkupnya yang lebih kecil, yaitu dalam skala daerah (wilayah regional). Adapun sumber-sumber pendanaan adalah (1) Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD) yang bersumber dari Pendapatan Asli Daerah (PAD), Dana Perimbangan, dan Penerimaan Lain-Lain yang Sah dan (2) Partisipasi masyarakat daerah yang berupa tabungan masyarakat daerah dan kegiatan investasi perusahaan (Kuncoro, 1997).

Acuan pengelolaan dan pertanggungjawaban keuangan daerah adalah UU Nomer 32 Tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah dan Nomer 33 Tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan Antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah; Pasal 4 PP Nomer 105 tahun 2000 tentang Pengelolaan dan Pertanggungjawaban Keuangan Daerah; UU Nomer 17 Tahun 2003

tentang Keuangan Negara; UU Nomer 1 Tahun 2004 tentang Perbendaharaan Negara; dan UU Nomer 15 Tahun 2004 tentang Pemeriksaan Pengelolaan dan Tanggungjawab Keuangan Negara. Pasal 4 PP Nomer 105 tahun 2000 tentang Pengelolaan dan Pertanggungjawaban Keuangan Daerah menegaskan bahwa pengelolaan keuangan daerah harus dilakukan secara tertib, taat pada peraturan perundangan yang berlaku, efisien, efektif, transparan, dan bertanggungjawab dengan memperhatikan asas keadilan dan kepatutan. Kemampuan pemerintah daerah dalam mengelola APBD mencerminkan kemampuan pemerintah daerah dalam membiayai pelaksanaan tugas-tugas pemerintahan, pembangunan, dan layanan masyarakat.

Pemerintah kabupaten/kota sebagai pihak yang diserahi tugas menjalankan roda pemerintahan, pembangunan, dan layanan masyarakat wajib menyampaikan laporan pertanggungjawaban keuangan daerahnya untuk dinilai apakah pemerintah daerah berhasil menjalankan tugasnya dengan baik atau tidak. Penilaian dapat dilakukan dengan cara melakukan proses auditing untuk dinilai oleh profesi akuntansi untuk menegaskan sejauh mana standar akuntansi pemerintahan telah diaplikasikan dengan semestinya dan apakah pos-pos laporan keuangan tersebut telah memenuhi standar kewajaran yang berlaku bagi operasi sebuah pemerintahan daerah. Selain dilakukan proses auditing terhadap laporan keuangan juga dapat dilakukan proses analisis kinerja pemerintah daerah dalam mengelola keuangan daerahnya adalah dengan melakukan analisis rasio keuangan terhadap APBD yang telah ditetapkan dan dilaksanakan.

Hasil analisis rasio keuangan APBD suatu daerah dapat digunakan sebagai tolok ukur dalam 1) Menilai kemandirian keuangan daerah dalam membiayai penyelenggaraan otonomi daerah; 2) Mengukur efektifitas dan efisiensi dalam merealisasikan pendapatan daerah; 3) Mengukur sejauh mana aktivitas pemerintah daerah dalam membelanjakan pendapatan daerah; 4) Mengukur kontribusi masing-masing sumber pendapatan dalam pembentukan pendapatan daerah; dan 5) Melihat pertumbuhan/pekembangan perolehan pendapatan dan pengeluaran yang dilakukan selama periode waktu tertentu.

Hasil analisis rasio keuangan APBD suatu daerah dapat disampaikan kepada 1) DPRD sebagai

wakil rakyat; 2) Eksekutif sebagai landasan dalam penyusunan APBD berikutnya; 3) Pemerintah pusat/provinsi sebagai bahan masukan dalam pembinaan pelaksanaan pengelolaan keuangan daerah; 4) Calon kreditor yang bersedia memberikan pinjaman atau pembelian obligasi yang ditawarkan pemerintah daerah; dan 5) Calon investor yang bersedia melakukan investasi di daerah (Halim, 2007). Analisis terhadap APBD menggunakan Rasio Kemandirian Keuangan Daerah (RKKD) menunjukkan 1) Kemampuan pemerintah daerah dalam membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat yang telah membayar pajak dan retribusi sebagai sumber pendapatan yang diperlukan daerah; 2) Ketergantungan daerah terhadap sumberdana ekstern; 3) Tingkat partisipasi masyarakat dalam pembangunan daerah; 4) Tingkat kesejahteraan masyarakat; dan 5) Rasio antara PAD dan Pendapatan Daerah.

Penelitian tentang kemampuan keuangan daerah di Indonesia pasca Otonomi Daerah per 1 Januari 2001 telah banyak dilakukan. Berikut ini disajikan berbagai penelitian yang menjadi referensi dalam melakukan penelitian ini. Penelitian yang dilakukan oleh K. Deddy (2002) menunjukkan bahwa 1) Berdasarkan indikator kinerja PAD, secara umum provinsi-provinsi di Kawasan Barat Indonesia (KBI) mempunyai kemampuan keuangan lebih baik jika dibanding provinsi-provinsi di Kawasan Timur Indonesia (KTI); 2) Provinsi yang mempunyai sumberdaya alam melimpah tidak serta merta memiliki kinerja PAD yang baik; dan 3) Telah dilakukan upaya oleh pemerintah kabupaten/kota untuk meningkatkan kemampuan keuangan kabupaten/kota dan mendorong potensi ekonomi lokal, melalui peningkatan PAD dan investasi berdasarkan potensi yang dimilikinya. Hasil penelitian K. Deddy berdasarkan klasifikasi status kemampuan keuangan daerah seperti yang ditunjukkan pada Tabel 8 berikut ini:

**Tabel 8**  
**Klasifikasi Status Kemampuan Keuangan Daerah**  
**Berdasarkan Metode Kuadran**

Kuadran	Kondisi
I	Kondisi paling ideal. PAD mengambil peran besar dalam APBD dan daerah mempunyai kemampuan mengembangkan potensi lokal. Kondisi ini ditunjukkan dengan besarnya nilai <i>share</i> disertai nilai <i>growth</i> yang tinggi.
II	Kondisi ini belum ideal. Kontribusi PAD yang besar dalam APBD mempunyai peluang mengecil karena pertumbuhan PADnya kecil. Kontribusi PAD terhadap APBD tinggi, namun pertumbuhan PAD rendah.
III	Kondisi ini belum ideal, tapi daerah mempunyai kemampuan mengembangkan potensi lokal sehingga PAD berpeluang memiliki kontribusi besar dalam APBD. Kontribusi PAD terhadap APBD masih rendah namun pertumbuhan PAD tinggi.
IV	Kondisi ini paling buruk. PAD belum mengambil peran yang besar dalam APBD dan daerah belum mempunyai kemampuan mengembangkan potensi lokal. Kontribusi PAD terhadap APBD rendah dan pertumbuhan PAD rendah.

Sumber: K., Deddy (2002).

Penelitian yang dilakukan oleh Purnamawati (Purnamawati dan Rudy Badrudin, 2004: 192) menunjukkan bahwa 1) intensitas penggunaan input dalam kegiatan ekonomi di Kabupaten Sleman lebih banyak menggunakan input modal K daripada input tenaga kerja L atau bersifat padat modal (*capital intensive*) dengan elastisitas input modal K sebesar 1,0427 dan 2) uji statistik  $H_0$  yang menyatakan bahwa nilai koefisien regresi variabel L adalah nol diterima sedang  $H_0$  yang menyatakan bahwa nilai koefisien regresi variabel K adalah nol ditolak sehingga disimpulkan bahwa nilai PDRB Kabupaten Sleman tahun 2001 secara signifikan hanya dipengaruhi oleh variabel modal. Hal ini berarti faktor modal sebagai penggerak investasi mempengaruhi nilai PDRB sebagai *proxi* variabel kesejahteraan masyarakat Kabupaten Sleman.

Penelitian yang dilakukan oleh Khasanah (2007) menunjukkan bahwa analisis rasio keuangan pada APBD yang telah ditetapkan dan dilaksanakan di Kabupaten Sleman dan Bantul tahun 2004 dan 2005

diperoleh simpulan bahwa hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa ada perbedaan proporsi (rasio keuangan RKKD) Kabupaten Sleman dan Bantul tahun 2004 dan 2005 tidak terbukti. Dengan demikian, secara signifikan tidak ada perbedaan proporsi (rasio keuangan RKKD) Kabupaten Sleman dan Bantul tahun 2004 dan 2005, artinya Pemerintah Kabupaten Sleman dan Bantul semakin mampu dalam membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat yang telah membayar pajak dan retribusi sebagai sumber pendapatan yang diperlukan daerah. Di samping itu, ketergantungan Kabupaten Sleman dan Bantul terhadap sumber dana ekstern semakin menurun.

Penelitian yang dilakukan oleh Handayani (Handayani dan Rudy Badrudin, 2007) menunjukkan bahwa kontribusi terbesar penerimaan APBD Kabupaten Bantul baik pada tahun 2004 maupun tahun 2005 adalah dari pos dana perimbangan, sedangkan kontribusi terbesar ke dua adalah PAD dan kontribusi terkecil berasal dari pos pendapatan lain-lain yang



sah. Kontribusi penerimaan APBD terbesar di Kabupaten Sleman pada tahun 2004 dan 2005 berasal dari dana perimbangan lalu disusul oleh pos PAD dan kontribusi terendah berasal dari pos pendapatan lain-lain yang sah. Kontribusi penerimaan APBD tahun 2004 dan 2005 Kota Yogyakarta terbesar bersumber dari dana perimbangan kemudian disusul dari pos PAD dan kontribusi terkecil bersumber dari pendapatan lain-lain yang sah. Kontribusi penerimaan APBD tahun 2004 dan 2005 Kabupaten Gunung Kidul terendah berasal dari pos pendapatan lain-lain yang sah, kontribusi terbesar kedua bersumber dari pos PAD, sedang kontribusi terbesar berasal dari pos dana perimbangan yang turun sebesar 0,2% dari tahun 2004. Kontribusi penerimaan APBD terbesar di Kabupaten Sleman berasal dari dana perimbangan, peringkat kedua adalah pos pendapatan lain-lain yang sah. Sedangkan kontribusi terendah berasal dari pos PAD.

Berdasarkan analisis Rasio Kemandirian Keuangan Daerah (RKKD) terhadap APBD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY tahun 2004 dan 2005, disimpulkan bahwa Pemerintah Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, dan Kota Yogyakarta semakin mampu dalam membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat yang telah membayar pajak dan retribusi sebagai sumber pendapatan yang diperlukan daerah. Sedangkan kemampuan Kabupaten Sleman untuk membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat yang telah membayar pajak dan retribusi sebagai sumber pendapatan yang diperlukan mengalami penurunan. Ketergantungan Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, dan Kota Yogyakarta terhadap sumber dana ekstern semakin menurun. Sedangkan Kabupaten Sleman semakin tergantung pada dana ekstern. Tingkat partisipasi masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, dan Kota Yogyakarta dalam pembangunan daerah semakin tinggi. Sedangkan tingkat partisipasi masyarakat Kabupaten Sleman dalam pembangunan daerah semakin rendah. Tingkat kesejahteraan masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, dan Kota Yogyakarta semakin meningkat. Sedangkan tingkat kesejahteraan masyarakat Kabupaten Sleman semakin menurun.

Penelitian yang dilakukan oleh Handayani (Handayani dan Rudy Badrudin, 2007) menunjukkan

bahwa kontribusi sumber-sumber Penerimaan PAD tiap Kabupaten/Kota di Provinsi DIY pada tahun 2004 dan 2005 berbeda-beda. Perbedaan tersebut disebabkan adanya perbedaan kemampuan masing-masing kabupaten/kota dalam menggali sumber-sumber penerimaan PAD. Keadaan tersebut dapat disajikan sebagai berikut 1) Kota Yogyakarta, sumber utama PAD Kota Yogyakarta tahun 2004 dan 2005 berasal dari pos pajak daerah. Sumber terbesar kedua adalah retribusi daerah dan sumber terbesar ketiga berasal dari pos lain-lain PAD yang sah, sedangkan sumber terkecil berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan; 2) Kabupaten Sleman, sumber utama PAD Kabupaten Sleman tahun 2004 dan 2005 berasal dari pos pajak daerah. Sumber terbesar kedua adalah retribusi daerah dan sumber terbesar ketiga berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan. Sedangkan sumber terkecil berasal dari pos lain-lain PAD yang sah; 3) Kabupaten Bantul, sumber utama PAD Kabupaten Bantul tahun 2004 dan 2005 berasal dari pos retribusi daerah, sumber terbesar kedua adalah pajak daerah, sumber terbesar ketiga berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan, dan sumber terkecil berasal dari pos lain-lain PAD yang sah; 4) Kabupaten Kulon Progo, sumber utama PAD Kabupaten Kulon Progo tahun 2004 dan 2005 berasal dari pos retribusi daerah dan sumber terbesar kedua adalah lain-lain PAD yang sah. Sumber terbesar ketiga berasal dari pos pajak daerah, sedangkan pada tahun 2005 berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan. Sumber terkecil berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan (pada tahun 2004) dan dari pos pajak daerah (pada tahun 2005); dan 5) Kabupaten Gunung Kidul, sumber utama PAD Kabupaten Gunung Kidul tahun 2004 dan 2005 berasal dari pos retribusi daerah. Sumber terbesar kedua adalah berasal dari pos lain-lain PAD yang sah dan sumber terbesar ketiga berasal dari pos pajak daerah. Sedangkan sumber terkecil berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan; dan (6) Tingkat partisipasi masyarakat di Provinsi DIY dalam pembangunan daerah semakin tinggi. Hal ini ditunjukkan dengan semakin besarnya persentase dana APBD yang berasal dari PAD.

Berdasarkan penjelasan tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:



- H1:** Diduga ada perbedaan proporsi dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah.
- H2:** Diduga ada perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah.
- H3:** Diduga ada perbedaan posisi pada *BCG Matrix* (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah.
- H4:** Diduga ada perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah.

Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh kabupaten/kota di Provinsi DIY Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta sehingga disebut dengan populasi sedang penarikan sampel penelitian merupakan bentuk sensus. Pengumpulan data merupakan proses pengadaan data untuk keperluan penelitian. Mengingat seluruh data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, maka prosedur pengumpulan data dilakukan dengan cara data dikumpulkan dari instansi terkait antara lain Badan Pusat Statistik (BPS) dan dinas lainnya yang terkait di Provinsi DIY dan Kabupaten/Kota. Data yang digunakan dalam penelitian tersebut diperoleh dari berbagai laporan/buku/*compact disk* yang dipublikasikan oleh instansi terkait. Artikel pendukung studi dikumpulkan melalui *website* yang berupa referensi dari terbitan berkala, buku, makalah, jurnal ilmiah, dan laporan penelitian. Data sekunder yang tersedia dikumpulkan, diteliti, didiskusikan, dan diolah dengan berbagai pihak yang berkompeten agar data tersebut valid.

Analisis untuk mengetahui suatu Kabupaten/Kota memiliki keunggulan PAD di antara Kabupaten/Kota yang lain juga dapat menggunakan metode Indeks Kemampuan Keuangan (IKK) sebagai rata-rata hitung dari Indeks Laju Pertumbuhan (*Growth*), Indeks Elastisitas, dan Indeks *Share*. Laju pertumbuhan (*growth*) merupakan angka pertumbuhan PAD tahun  $i$  dari tahun  $i-1$ . Elastisitas adalah rasio Belanja Pembangunan terhadap PAD. Rasio ini untuk melihat sensitivitas atau elastisitas PAD terhadap per-

kembangan ekonomi suatu daerah. *Share* merupakan rasio PAD terhadap Total Pendapatan. Rasio ini mengukur kemampuan daerah membiayai kegiatan rutin dan kegiatan pembangunan. Rasio ini dapat digunakan untuk melihat kapasitas kemampuan keuangan daerah.

Untuk menyusun indeks dari Indeks Laju Pertumbuhan (*Growth*), Indeks Elastisitas, dan Indeks *Share*, ditetapkan nilai maksimum dan minimum dari masing-masing komponen. Menyusun indeks untuk setiap komponen IKK dilakukan dengan menggunakan persamaan umum (K., Deddy, 2002):

$$\text{Indeks X} = \frac{\text{Nilai X hasil pengukuran} - \text{Nilai X kondisi minimum}}{\text{Nilai X kondisi maksimum} - \text{Nilai X kondisi minimum}}$$

Berdasarkan persamaan tersebut maka persamaan IKK dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{IKK} = \frac{\text{XG} + \text{XE} + \text{XS}}{3}$$

Keterangan:

XG = Indeks Pertumbuhan (PAD)

XE = Indeks Elastisitas (Belanja Pembangunan terhadap PAD)

XS = Indeks *Share* (PAD terhadap Total Pendapatan)

Nilai IKK lima Kabupaten/Kota di Provinsi DIY diurutkan mulai dari yang terbesar. Seperti tiga besar pertama dikelompokkan dan dikategorikan sebagai Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang mempunyai kemampuan keuangan tinggi. Seperti tiga besar kedua dikelompokkan dan dikategorikan sebagai Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang mempunyai kemampuan keuangan sedang, dan sepertiga besar terakhir dikelompokkan dan dikategorikan sebagai Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang mempunyai kemampuan keuangan rendah.

## HASIL PENELITIAN

Berdasarkan data pada Tabel 4 dan Tabel 5, maka dapat disarikan nilai kualitatif kontribusi dan pertumbuhan PAD pada APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 seperti yang nampak pada Tabel 9 berikut ini:

**Tabel 9**  
**Kontribusi dan Pertumbuhan PAD pada APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul,**  
**Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah**  
**Per Tahun (2001-2005)**

Kabupaten/Kota	2001			2002			2003			2004			2005		
	K	P	Ku	K	P	Ku	K	P	Ku	K	P	Ku	K	P	Ku
Kabupaten Bantul	R	T	III	R	T	III	R	R	IV	R	T	III	R	R	IV
Kabupaten Gunung Kidul	R	T	III	R	R	IV	R	T	III	R	T	III	R	R	IV
Kabupaten Kulon Progo	R	T	III	R	T	III	R	R	IV	R	T	III	R	T	III
Kabupaten Sleman	T	R	II	T	T	I	T	T	I	T	T	I	T	T	I
Kota Yogyakarta	T	R	II	T	R	II	T	T	I	T	R	II	T	R	II

**Sumber:** Tabel 4 dan Tabel 5. Data diolah.

Keterangan:

K = kontribusi

P = laju pertumbuhan

Ku = kuadran

T = tinggi

R = rendah

Berdasarkan Tabel 9, nampak di antara Kabupaten/Kota di Provinsi DIY pasca otonomi daerah (2001-2005) yang berada pada Kuadran I atau II adalah Kabupaten Sleman dan Kota Yogyakarta sedang

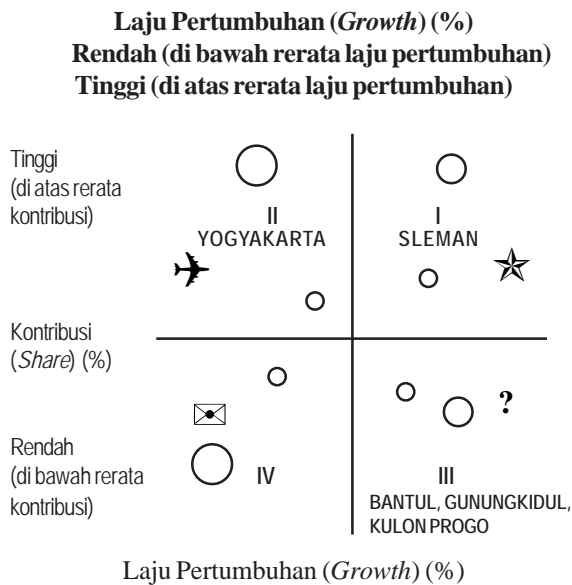
Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, dan Kulon Progo selalu berada pada Kuadran III atau IV. Apabila digunakan data rata-rata selama 5 tahun (2001-2005), maka akan diperoleh informasi mengenai masing-masing Kabupaten/Kota di Provinsi DIY seperti yang disajikan pada Tabel 10 berikut ini:

Berdasarkan Tabel 10, dapat diketahui posisi Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dengan menggunakan matriks *Boston-Consulting Group (BCG Matrix)* atau Metode Kuadran seperti yang disajikan pada Gambar 3 berikut ini:

**Tabel 10**  
**Kontribusi dan Pertumbuhan PAD pada APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul,**  
**Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah**  
**Selama Lima Tahun (2001-2005)**

Kabupaten/Kota	Kontribusi	Pertumbuhan	Kuadran
Kabupaten Bantul	R	T	III
Kabupaten Gunung Kidul	R	T	III
Kabupaten Kulon Progo	R	T	III
Kabupaten Sleman	T	T	I
Kota Yogyakarta	T	R	II

**Sumber:** Tabel 9. Data diolah.



**Gambar 3**  
**BCG Matrix (Metode Kuadran) Mengukur Kemampuan Keuangan Kabupaten/Kota di Provinsi DIY**

Hasil perhitungan elastisitas Belanja Pembangunan terhadap PAD untuk melihat sensitivitas atau elastisitas PAD terhadap perkembangan ekonomi Kabupaten/Kota di Provinsi DIY pasca otonomi daerah (2001-2005) disajikan pada Tabel 11 berikut ini:

Berdasarkan Tabel 11, nampak Kabupaten Kulon Progo memiliki elastisitas Belanja Pembangunan terhadap PAD yang paling besar per tahun 2001-2005, sedang Kota Yogyakarta memiliki elastisitas Belanja Pembangunan terhadap PAD yang paling kecil per tahun 2001-2005.

Perhitungan indeks laju pertumbuhan (*growth*), indeks elastisitas, dan indeks kontribusi (*share*) Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 ditunjukkan pada Tabel 12 berikut ini:

Berdasarkan data pada Tabel 12, dapat dilakukan penghitungan Indeks Kemampuan Keuangan (IKK) sebagai rata-rata hitung dari Indeks Laju Pertumbuhan (*Growth*), Indeks Elastisitas, dan Indeks *Share*. Hasil penghitungan IKK disajikan pada Tabel 13 berikut ini:

**Tabel 11**  
**Elastisitas Belanja Pembangunan Terhadap PAD Kabupaten/Kota di Provinsi DIY Pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005**

Kabupaten/Kota	2001	2002	2003	2004	2005
Kabupaten Bantul	2.229273090	2.451973342	8.679070687	9.245029375	8.265487735
Kabupaten Gunung Kidul	4.611222194	3.056626269	3.854323009	5.943917452	4.941021687
Kabupaten Kulon Progo	5.156953306	3.997572958	10.05558948	13.57932812	10.69260593
Kabupaten Sleman	1.290809454	6.334103795	4.646594464	4.740987495	3.780272677
Kota Yogyakarta	0.407737149	0.603047211	0.751123845	0.722783668	3.754116113

Sumber: <http://www.depkeu.go.id>. Data diolah.

**Tabel 12**  
**Indeks Laju Pertumbuhan (*Growth*), Indeks Elastisitas, dan Indeks Kontribusi (*Share*) Kabupaten/Kota di Provinsi DIY Pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005**

Kabupaten/Kota	Indeks <i>Growth</i>	Indeks Elastisitas	Indeks <i>Share</i>
Kabupaten Bantul	0.481803013	0.562290592	0.646900691
Kabupaten Kulon Progo	0.40846867	0.49347148	0.461934603
Kabupaten Gunung Kidul	0.566004639	0.490394184	0.606985127
Kabupaten Sleman	0.311802888	0.568625174	0.415692678
Kota Yogyakarta	0.425027436	0.251024901	0.487281482

Sumber: Tabel 4, Tabel 5, dan Tabel 11. Data diolah.

**Tabel 13**  
**Indeks Kemampuan Keuangan (IKK)**  
**Kabupaten/Kota di Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005**

Kabupaten/Kota	IKK
Kabupaten Bantul	0.563664765
Kabupaten Gunung Kidul	0.454624918
Kabupaten Kulon Progo	0.554461317
Kabupaten Sleman	0.432040247
Kota Yogyakarta	0.387777940

**Sumber:** Tabel 11. Data diolah.

Berdasarkan data pada Tabel 13, nampak kabupaten/kota yang memiliki IKK tertinggi adalah Kabupaten Bantul, kemudian Kabupaten Kulon Progo, Kabupaten Gunung Kidul, Kabupaten Sleman, dan Kota Yogyakarta.

Hasil pengujian hipotesis untuk mengetahui signifikan tidaknya perbedaan proporsi dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; signifikan tidaknya perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; signifikan tidaknya perbedaan posisi pada BCG *Matrix* (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; dan signifikan tidaknya perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 menggunakan chi kuadrat untuk menguji perbedaan dari dua proporsi atau lebih dan anova satu arah untuk menguji perbedaan antara  $k$  rata-rata sampel apabila subyek-subyek

penelitian ditentukan secara random pada setiap grup atau kelompok perlakuan yang ditentukan pada tingkat signifikansi sebesar 5% disajikan sebagai berikut:

Berdasarkan Tabel 14, nampak nilai  $\chi^2$  test H1 adalah 0,01 dengan nilai  $P$  value = 1,00 yang berarti tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan proporsi dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 ditolak. Nilai  $F$  test H2 adalah 9,99 dengan nilai  $P$  value = 0,000130009 yang berarti signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 diterima.

Nilai  $F$  test H3 adalah 22,08 dengan nilai  $P$  value = 0,000000422 yang berarti signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan posisi pada BCG *Matrix* (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 diterima. Nilai  $F$  test H4 adalah 1,51 dengan nilai  $P$  value = 0,238398346 yang berarti tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 ditolak.

## PEMBAHASAN

Berdasarkan Tabel 14, nampak nilai  $\chi^2$  test H1 adalah 0,01 dengan nilai  $P$  value = 1,00 yang berarti tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan proporsi dalam rasio

**Tabel 14**  
**Hasil Pengujian Hipotesis dengan Chi-Square dan Anova**

Hipotesis	Nilai Kritis	Nilai test	P value	Pengujian
H1	26,2962	$\chi^2$ test = 0,01	1,00	tidak signifikan
H2	2,866	$F$ test = 9,99	0,000130009	signifikan
H3	2,866	$F$ test = 22,08	0,000000422	signifikan
H4	2,866	$F$ test = 1,51	0,238398346	tidak signifikan

**Sumber:** Tabel 4, Tabel 5, dan Tabel 11. Data diolah.

keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 ditolak. Dengan demikian, selama tahun 2001-2005: 1) Pemerintah Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta memiliki komitmen yang sama dalam meningkatkan kemampuan membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta yang telah membayar pajak dan retribusi sebagai sumber pendapatan yang diperlukan daerah; 2) Ketergantungan Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta terhadap sumber dana ekstern semakin menurun; 3) Tingkat partisipasi masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta dalam pembangunan daerah semakin tinggi; dan 4) Tingkat kesejahteraan masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta semakin meningkat.

Berdasarkan Tabel 14, nampak nilai  $F$  test H2 adalah 9,99 dengan nilai  $P$  value = 0,000130009 yang berarti signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 diterima. Dengan demikian, selama tahun 2001-2005: 1) PAD masing-masing Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta berbeda yang ditunjukkan dengan besarnya laju pertumbuhan yang berbeda. Perbedaan laju pertumbuhan PAD ini disebabkan perbedaan kemampuan masing-masing Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dalam menggali sumber-sumber PAD dengan berbagai strategi; dan 2) Pemerintah Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta memiliki komitmen yang sama dalam meningkatkan kemampuan membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta seperti yang ditunjukkan dengan kecenderungan peningkatan PAD dari tahun 2001-2005.

Berdasarkan Tabel 14, nampak nilai  $F$  test H3 adalah 22,08 dengan nilai  $P$  value = 0,000000422 yang berarti signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis

yang menyatakan bahwa ada perbedaan posisi pada BCG *Matrix* (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 diterima. Perbedaan posisi antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pada BCG *Matrix* (Metode Kuadran) menunjukkan bahwa pemerintah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta memiliki strategi yang berbeda dalam menggali PAD.

Kabupaten Sleman yang terletak pada Kuadran I merupakan kabupaten dengan kondisi yang paling ideal karena PAD mengambil peran besar dalam APBD dan Kabupaten Sleman punya kemampuan mengembangkan potensi lokalnya. Kondisi ini ditunjukkan dengan besarnya nilai *share* dan nilai *growth* yang tinggi. Strategi pengembangan PAD Kabupaten Sleman yang berada pada Kuadran I adalah memperbesar Belanja Daerah yang sesuai dengan kemampuan riil daerah untuk mengembangkan potensi lokal dan melayani peningkatan aktivitas pelaku ekonomi yang tinggi dan berusaha mempertahankan kontribusi PAD terhadap APBD yang telah dimiliki.

Kota Yogyakarta yang terletak pada Kuadran II merupakan kota dengan kondisi yang belum ideal, tetapi Kota Yogyakarta mempunyai kemampuan mengembangkan potensi lokalnya sehingga PAD berpeluang tetap memiliki kontribusi besar dalam APBD. Kontribusi PAD terhadap APBD yang tinggi namun pertumbuhan PAD rendah. Strategi pengembangan PAD Kota Yogyakarta yang berada pada Kuadran II adalah memperbesar Belanja Daerah yang sesuai dengan kemampuan riil daerah untuk mengembangkan potensi lokal sehingga PAD berpeluang tetap memiliki kontribusi yang besar. Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, dan Kulon Progo yang terletak pada Kuadran III merupakan kabupaten dengan kondisi yang juga belum ideal. Kontribusi PAD yang rendah dalam APBD mempunyai peluang meningkat karena pertumbuhan PADnya tinggi. Strategi pengembangan PAD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, dan Kulon Progo adalah dengan menambah Belanja Daerah yang sesuai dengan kemampuan riil daerah untuk mengembangkan potensi lokal.

Berdasarkan Tabel 14, nampak nilai  $F$  test H4

adalah 1,51 dengan nilai  $P\text{ value} = 0,238398346$  yang berarti tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 ditolak. Jadi sekalipun pada Tabel 13, nampak IKK Kabupaten Bantul yang tertinggi dan Kota Yogyakarta yang terendah, namun secara statistik perbedaan IKK tidak terbukti. Dengan demikian, selama tahun 2001-2005 kemampuan keuangan Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta relatif sama. Hal ini dapat dijelaskan karena hampir semua Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta mempunyai proporsi rasio keuangan yang sama yang ditunjukkan dengan kontribusi PAD terhadap APBD yang sama dan signifikan pada  $\alpha 5\%$  secara statistik walaupun laju pertumbuhan PAD antar Kabupaten/Kota berbeda.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan uraian pada hasil penelitian dan pembahasan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut: 1) Tidak ada perbedaan proporsi dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; 2) Ada perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; 3) Ada perbedaan posisi pada BCG Matrix (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; dan 4) Tidak ada perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001.

### Saran

Dalam meningkatkan PAD, Pemerintah dan Dewan Perwakilan Rakyat Daerah (DPRD) Kabupaten/Kota perlu mempertimbangkan kemungkinan terjadinya *high cost economy* dengan adanya berbagai pungutan pajak

dan retribusi daerah yang dapat berimplikasi pada peningkatan beban perekonomian daerah dan kemunduran daya saing daerah.

## DAFTAR PUSTAKA

- Arsyad, Lincoln. 2004. *Ekonomi Pembangunan*. Edisi 4. Bagian Penerbitan STIE YKPN. Yogyakarta.
- Badrudin, Rudy. 2000. "Pengembangan Wilayah Provinsi DIY (Pendekatan Teoritis)". *Jurnal Ekonomi Pembangunan*. FE UII. Yogyakarta.
- Halim, Abdul. 2007. *Akuntansi Keuangan Daerah*. Salemba 4. Jakarta.
- Handayani, Asri Wening dan Rudy Badrudin. 2007. Analisis Deskriptif Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD) Kabupaten/Kota di Provinsi D.I. Yogyakarta, Tahun 2004-2005. *Jurnal Ekonomi & Bisnis (JEB)*. Vol. 1 (2), Juli 2007: 91-104.
- \_\_\_\_\_. 2007. Analisis Deskriptif Struktur Pendapatan Asli Daerah (PAD) Kabupaten/Kota Di Provinsi D.I. Yogyakarta, Tahun 2004-2005. *Jurnal Ekonomi & Bisnis (JEB)*. Vol. 1 (3), Nopember 2007: 161-176.
- K. Deddy. 2002. *Peta Kemampuan Keuangan Provinsi dalam Era Otonomi Daerah: Tinjauan atas Kinerja PAD dan Upaya yang Dilakukan Daerah*. <http://www.bappenas.go.id>.
- Khasanah, Mufidhatul. 2007. Analisis Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD): Kasus APBD Kabupaten Sleman dan Kabupaten Kulonprogo, Tahun 2004 dan 2005. *Jurnal Akuntansi & Manajemen (JAM)*. Vol 18 (1), April 2007: 43-50.
- Kuncoro, Mudrajad. 1997. *Ekonomi Pembangunan Teori, Masalah, dan Kebijakan*. BP UPP AMP YKPN. Yogyakarta.



Purnamawati, Astuti dan Rudy Badrudin. 2004. Analisis Fungsi Produksi Cobb-Douglas Terhadap Produk Domestik Regional Bruto (PDRB) Kabupaten Sleman, Provinsi DIY, Tahun 2001, *Jurnal Akuntansi & Manajemen (JAM)*. Vol. 15 (3), Desember: 203-213.

Sekretariat Negara Republik Indonesia. *Undang-Undang Nomor 32 Tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah*.

\_\_\_\_\_. *Undang-Undang Nomor 33 Tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintah Daerah*.

\_\_\_\_\_. 2001. *Undang-Undang Republik Indonesia No-mor 34 Tahun 2000 tentang Perubahan Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 18 Tahun 1997 tentang Pajak daerah dan Retribusi Daerah dan Beberapa Peraturan Pemerintah Bidang Dana Perimbangan Nomor 104, 105, 106, dan 107*. Penerbit PT Mutiara Sumber Widya. Jakarta.

Subiyakto, Haryono. 2001. *Statistika Inferens*. Edisi 2 Bagian Penerbitan STIE YKPN Yogyakarta.

## **PENGARUH KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN PERILAKU *HERDING* SEBAGAI VARIABEL MEDIASI**

**Muflikhun Annas**

*E-mail:* muflikhun\_annas@yahoo.com

### **ABSTRACT**

The main objective of this research is to obtain empirical evidence whether herding behavior exists on buy and sell decisions in Indonesia. This research also tries to give a contribution whether herding behavior could become an intervening variable between corporate finance performance and stock return. The population in this research is companies that listed in Bursa Efek Indonesia (BEI). By a purposive sampling method, 20 companies which publish quarterly financial report from 2004-2007 period were taken as sample. The data were analyzed by two step regression which consists of the effect of the corporate finance performance to herding behavior and then the effect of herding behavior to stock return. Results of this research indicate that follower investors follow the leader investor's stock trading pattern. The results also show that herding behavior could become an intervening variable between corporate finance performance and stock return although the intervening has a weak relationship. This weak relationship occurs because of the corporate finance performance has a direct effect to stock return.

**Keyword:** herding, corporate finance performance, stock return, follower investor, leader investor

### **PENDAHULUAN**

Investor seringkali membuat keputusan berdasarkan keputusan yang dibuat oleh pihak lain. Hal ini terjadi

karena investor mengalami kesulitan untuk melakukan investasi sendiri pada surat-surat berharga (Pratomo dan Nugroho, 2002). Pembuatan keputusan berdasarkan keputusan yang dibuat oleh pihak lain dapat dikategorikan sebagai perilaku *herding*. Akan tetapi, *herding* juga memiliki risiko tertentu yang dapat menyebabkan investor mengalami rugi dalam investasinya. Perbedaan tujuan investasi antarinvestor dapat menyebabkan investor yang melakukan *herding* mengalami kerugian. Misalnya, investor A adalah investor yang berpengalaman, membuat portofolio dengan memasukkan saham X, Y, dan Z dengan *contrarian investment strategy*, sedangkan investor B dan investor C melakukan *herding* dengan berinvestasi pada saham X, Y, dan Z dengan tujuan mendapatkan *capital gain*. Perbedaan tujuan investasi tersebut membuat investor B dan C tidak akan mendapatkan *capital gain* dalam jangka pendek karena tujuan investor A adalah investasi jangka panjang.

*Herding* didefinisi sebagai perilaku yang terjadi ketika seseorang atau kelompok investor bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh investor lainnya. *Herding* juga dapat didefinisi sebagai kelompok investor yang saling mengikuti satu sama lain untuk masuk dan keluar dari suatu sekuritas yang sama dalam periode waktu yang sama. Dalam literatur keuangan, *herding* selalu digunakan untuk menjelaskan korelasi dalam perdagangan yang berasal dari interaksi antarinvestor. Hal itu dapat dipahami sebagai cara investor untuk meminta saran dari investor lain yang sukses, karena apabila investor menggunakan informasi/ pengetahuannya sendiri akan mengeluarkan biaya yang lebih tinggi. Konsekuensi

perilaku *herding* ini memunculkan satu grup investor yang melakukan *trading* dengan arah yang sama pada satu periode waktu (Nofsinger dan Sias, 1999). Hal ini sesuai dengan temuan Shleifer dan Summers (1990) yang menduga bahwa investor individual melakukan *herding* dengan mengikuti sinyal yang sama, seperti rekomendasi dari *broker* atau *forecaster* dan penekanan yang lebih besar pada informasi terkini.

Ada empat teori yang menjelaskan mengapa investor institusional berdagang bersama-sama. Pertama, para manajer investasi mungkin mengabaikan informasi pribadinya dan berdagang bersama-sama karena adanya risiko dari tindakan yang berbeda dari manajer investasi lainnya (Scharfstein dan Stein, 1990). Kedua, para manajer investasi mungkin berdagang bersama-sama karena menerima informasi pribadi yang berkaitan dan berasal dari analisis indikator-indikator yang sama (Froot *et al.*, 1992) dan (Hirshleifer *et al.*, 1994). Ketiga, para manajer investasi mungkin menyimpulkan informasi pribadi dari perdagangan sebelumnya yang dilakukan manajer yang berpengalaman dan berdagang dengan tujuan yang sama (Bikhchandani *et al.*, 1992). Keempat, para investor institusional mungkin memiliki keengganan yang sama terhadap saham dengan karakteristik tertentu, seperti saham yang likuiditasnya rendah atau saham yang kurang berisiko (Flkenstein, 1996).

Investor institusional melakukan *herding* karena tertarik pada suatu sekuritas yang memiliki karakteristik tertentu. Setiap sekuritas memiliki karakteristik yang berbeda-beda. Jika investor tertarik pada suatu sekuritas maka investor tersebut akan memiliki sekuritas tersebut dalam jumlah yang besar. Misalnya, pada suatu kuartal investor mempunyai pilihan untuk membeli sekuritas A, B, C, dan E. Investor tersebut ternyata tertarik pada karakteristik sekuritas A, maka pada kuartal yang dimaksud investor akan memiliki sekuritas A dalam jumlah yang banyak. Dengan alasan ini, *herding* dapat dihasilkan dari hubungan *time-series* dan hubungan *cross-sectional* pada aliran dana bersih yang dimiliki oleh investor.

Dalam *herding* ada dua kemungkinan perilaku yang dilakukan oleh investor ketika melakukan investasi, yaitu investor akan menginvestasikan dananya ke dalam portofolionya yang sudah ada, karena mengikuti keinginannya sendiri untuk masuk ke dalam sekuritas yang sama selama kuartal yang

berdekatan ketika aliran dana bersih mereka pada kuartal yang berurutan bernilai positif. Sebaliknya, investor akan menginvestasikan dananya dari portofolionya yang sudah ada dan mengikuti keinginannya sendiri untuk keluar dari sekuritas yang sama selama kuartal yang berdekatan ketika aliran dana bersihnya pada kuartal yang berurutan bernilai negatif.

*Herding* dapat disebabkan karena motivasi rasional dan irasional dari investor. Salah satu motivasi rasional yang menjadi pertimbangan dalam keputusan investasi adalah kinerja perusahaan. *Company institute* yang melakukan penilaian atas perilaku investor di Amerika, menyebutkan bahwa 75% investor melakukan investasi karena kinerja perusahaan (Pratomo dan Nugraha, 2001). Kinerja perusahaan dapat diketahui melalui laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan karena dalam laporan keuangan terdapat informasi tentang kondisi keuangan dan informasi-informasi yang berkaitan. Tujuan utama diterbitkannya laporan keuangan adalah memberikan informasi yang relevan bagi pihak-pihak di luar perusahaan, yang sangat berguna untuk pengambilan keputusan yang tepat. Agar informasi yang tersaji menjadi lebih bermanfaat dalam pengambilan keputusan, laporan keuangan harus dikonversi menjadi informasi yang berguna dalam pengambilan keputusan.

Investor mempertimbangkan berinvestasi pada saham berdasarkan pada kinerja keuangan masa lalu dengan melakukan analisis pada laporan keuangan. Untuk menarik investor, perusahaan harus mampu menunjukkan kinerjanya. Pengukuran kinerja dapat dilakukan menggunakan rasio keuangan. Analisis rasio keuangan merupakan teknik analisis keuangan yang populer diaplikasikan dalam praktik bisnis. Menurut Paytama (2001), kinerja perusahaan sering diprosikan dengan indikator yaitu perubahan harga saham yang terjadi di bursa dan rasio-rasio keuangan. Meskipun kinerja masa lalu tidak menjamin atau bahkan secara langsung berhubungan dengan kinerja yang akan datang (Carhart, 1997), hal itu tetap digunakan investor sebagai langkah awal dalam proses keputusan investasi.

Peran rasio keuangan dalam memprediksi kondisi distress dilakukan oleh Amilia dan Kristijadi (2003). Dengan menggunakan regresi logit, hasilnya mengindikasikan bahwa rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksi *financial distress*

suatu perusahaan. Di Indonesia, rasio keuangan bermanfaat untuk mengevaluasi kinerja perusahaan yang diatur pemerintah. Berdasar sudut pandang eksternal, rasio keuangan digunakan untuk memutuskan apakah membeli saham perusahaan, memberikan pinjaman berupa kas, atau untuk memprediksi keuangan perusahaan di masa yang akan datang. Investor perlu memiliki sejumlah informasi yang berkaitan dengan dinamika harga saham agar dapat mengambil keputusan tentang saham perusahaan yang layak dipilih. Cates (1998) melihat perlunya informasi yang benar tentang kinerja keuangan perusahaan, manajemen perusahaan, kondisi ekonomi makro, dan informasi relevan lainnya untuk menilai saham akurat. Penelitian Nimas (2000), meneliti pengaruh variabel *profit margin on sales*, *basic earning ratio*, *return on asset*, *return on equity*, *price earning ratio*, dan *market to book value* terhadap harga saham pada perusahaan-perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta (sekarang BEI) selama tahun 1995 dan 1996. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *profit margin on sales*, *basic earning ratio*, *return on asset*, *return on equity*, *price earning ratio*, dan *market to book value* berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Nilai saham mencerminkan nilai perusahaan. Perusahaan yang berkembang berarti sahamnya bernilai tinggi, dan sebaliknya sedangkan harga pasar saham adalah harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Menurut Usman (1989), ada banyak faktor yang mempengaruhi harga saham di pasar modal, yaitu faktor psikologis dari penjual/pembelinya, kondisi perusahaan, kebijakan direksi, tingkat suku bunga, harga komoditi, investasi lain, kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, tingkat pendapatan, laju inflasi, dan kondisi pasar. Harga saham dapat naik dan turun tergantung perubahan salah satu faktor atau lebih dari faktor-faktor tersebut.

Dalam kaitannya dengan penelitian ini, peneliti akan menganalisis salah satu faktor yang paling berpengaruh terhadap harga saham, yaitu kondisi perusahaan. Kondisi perusahaan dalam hal ini diartikan sebagai kinerja perusahaan. Ada banyak cara untuk mengukur kinerja suatu perusahaan, antara lain dari segi pemasaran, operasi, sumber daya manusia. Pada penelitian ini, peneliti membatasi masalah yang akan diteliti dari sisi kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan yang digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah *Return on Equity* (ROE) dan *Earnings Per Share* (EPS).

Kinerja keuangan perusahaan ROE menunjukkan pengembalian atas modal pemegang saham. Semakin besar ROE, menandakan perusahaan semakin baik dalam mensejahterakan para pemegang saham prioritas yang dapat dihasilkan dari setiap lembar saham. EPS menunjukkan besarnya laba dari setiap lembar saham. Rasio keuangan untuk mengukur nilai pasar adalah *Price Earning Ratio* (PER) yang menggambarkan perbandingan harga pasar saham dengan EPS (Purnomo, 1998).

## MATERI DAN METODE PENELITIAN

Kinerja keuangan perusahaan merupakan hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen. Oleh karena itu, untuk menilai kinerja keuangan suatu perusahaan perlu melibatkan analisis dampak keuangan kumulatif dan ekonomi dari keputusan dan mempertimbangkannya dengan menggunakan ukuran komparatif. Kinerja keuangan adalah penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat mengukur keberhasilan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba. Dalam mengukur kinerja keuangan perlu dikaitkan antara organisasi perusahaan dengan pusat pertanggungjawaban. Dalam melihat organisasi perusahaan dapat diketahui besarnya tanggungjawab manajer yang diwujudkan dalam bentuk prestasi kerja keuangan. Analisis rasio keuangan merupakan instrumen analisis prestasi perusahaan yang menjelaskan berbagai hubungan dan indikator keuangan yang ditujukan untuk menunjukkan perubahan dalam kondisi keuangan atau prestasi operasi di masa lalu. Makna dan kegunaan rasio keuangan dalam praktik bisnis pada kenyataannya bersifat subyektif, bergantung pada untuk apa suatu analisis dilakukan dan dalam konteks apa analisis tersebut diaplikasikan (Helfret, 1999).

Purnomo (1998), dalam penelitiannya tentang keterkaitan kinerja keuangan dengan harga saham, memberikan hasil bahwa *Return on Assets* (ROE), *Earnings per Share* (EPS), *Price Earning Ratio* (PER), dan *Dividen Earning Share* (DES) mempunyai hubungan positif dengan harga saham, sedangkan *Dividen Earning Ratio* (DER) cenderung tidak dapat digunakan dalam menentukan proyeksi harga saham. Kusumawardani (2000), dalam penelitiannya tentang hubungan antara kinerja keuangan dengan perubahan

harga saham sebelum dan selama krisis moneter, perubahan kinerja keuangan (ROE, EPS, PER, DER, dan DPS) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Menurut Koesno (1990), kinerja keuangan yang dimaksud dapat diukur dengan faktor-faktor: 1) Faktor kekayaan bersih per saham atau *Net Asset per Share* (NAPS) atau biasa disebut *book value per asset*; 2) EPS atau biasa disebut *earnings approach*, yaitu semakin tinggi laba per saham maka mencerminkan kinerja keuangan perusahaan yang semakin baik; 3) Volatilitas saham, yaitu seberapa frekuensi dan volume saham yang diperdagangkan di bursa, semakin tinggi volatilitas menandakan bahwa saham tersebut semakin likuid dan mudah dijual sewaktu-waktu; 4) Faktor-faktor intern, misalnya profitabilitas, tingkat aktivitas dan pertumbuhan, faktor *leverage*, kualitas manajemen, popularitas, merk, ketergantungan pada pihak lain, risiko usaha; dan 5) Faktor-faktor ekstern, misalnya suku bunga deposito sebagai faktor pembanding.

ROE merupakan kemampuan dari ekuitas (modal sendiri) untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham (Bambang Riyanto, 1994). ROE menunjukkan efisiensi suatu perusahaan yang menitikberatkan pada pengamatan seberapa jauh organisasi perusahaan telah menggunakan modal sendiri untuk mendapatkan keuntungan yang layak. Pengertian modal sendiri yang digunakan sebagai pengukur efisiensi adalah jumlah dana yang berasal dari pemilik perusahaan, yang digunakan dalam operasi perusahaan. Hal ini berarti, rentabilitas modal sendiri memberikan ukuran tingkat hasil pengembalian investasi bagi pemegang saham (Hartanto, 1991). Hubungan antara ROE dengan kinerja keuangan perusahaan adalah semakin besar ROE mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memberikan keuntungan bagi pemegang saham, maka saham tersebut diinginkan untuk dibeli. Hal ini menyebabkan permintaan akan saham tersebut meningkat. Dengan demikian, ROE yang diharapkan akan menyebabkan kenaikan harga saham, dan sebaliknya.

EPS merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan per lembar saham bagi pemiliknya (Tandelilin, 2001). Rasio keuangan EPS terbagi dalam tiga kategori (Gaughan,

1999), yaitu 1) *Basic EPS* adalah pengurangan terhadap *primary EPS* yang diakibatkan oleh anggapan bahwa *convertible securities* sudah ditukarkan, atau *options* (hak untuk membeli saham biasa dengan harga yang sudah disetujui) dan *warrant* (surat berharga yang memberi hak pada pemiliknya untuk membeli saham biasa dengan harga tertentu sesuai dengan perjanjian) sudah digunakan atau saham-saham lain sudah dikeluarkan untuk memenuhi persyaratan tertentu; 2) *Primary EPS* adalah jumlah pendapatan yang diperoleh oleh setiap lembar saham biasa yang beredar termasuk saham biasa ekuivalen; dan 3) *Fully Diluted EPS* adalah jumlah pendapatan per lembar yang menunjukkan *maximum dilution* yang akan terjadi dari pertukaran, penggunaan, dan pengeluaran-pengeluaran bersyarat yang secara individual akan mengurangi *earning* dan secara keseluruhan mempunyai akibat *dilutive*. Hubungan EPS dengan kinerja keuangan perusahaan adalah EPS yang tinggi menjadi daya tarik investor untuk memiliki saham tersebut. Hal ini disebabkan karena kinerja perusahaan baik dan tercermin pada laba setelah pajak yang tinggi, sehingga prospek emiten tersebut baik dan mengakibatkan harga saham tersebut menjadi naik, dan sebaliknya dividen yang dibayarkan akan rendah pula, sehingga investor enggan membeli saham yang dividennya rendah (Weston and Copeland, 1998).

PER menggambarkan ketersediaan investasi membayar suatu jumlah tertentu untuk setiap perolehan laba perusahaan. PER dapat dihitung dengan perbandingan antara harga pasar per lembar saham dan laba bersih per lembar saham (Rangkuti, 2001). PER merupakan indikator yang digunakan untuk menentukan apakah harga saham tertentu dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah. PER akan mempengaruhi harga saham karena apabila PER semakin tinggi, maka semakin besar kemungkinan harga saham dinilai terlalu tinggi, sebaliknya apabila PER semakin rendah, maka semakin besar kemungkinan harga saham dinilai terlalu rendah. Selanjutnya, cepat atau lambat harga saham di pasar modal akan terkoreksi. Bentuk penyesuaiannya adalah apabila penilaian harga saham terlalu tinggi akan mengalami penurunan, sebaliknya apabila harga saham terlalu rendah akan mengalami kenaikan.

Investor akan berupaya untuk memperoleh *return* sebelum pasar bereaksi terhadap informasi baru.

Penilaian harga saham pada penelitian ini juga didasarkan pada *return*. *Return* merupakan penghasilan (*income*) yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya di perusahaan tertentu. *Return* dapat berupa *return* realisasi yaitu *return* yang telah terjadi atau *return* ekspektasi yaitu *return* yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. Tiga alasan investor memilih untuk membeli saham tertentu, yaitu 1) *Income*, apabila pertimbangan investor dalam berinvestasi dalam saham adalah mendapatkan pendapatan yang tetap dari hasil investasi pertahunnya, maka investor dapat membeli saham pada perusahaan yang sudah mapan dan memberikan dividen secara regular; 2) *Growth*, apabila pertimbangan investor adalah untuk jangka panjang dan memberikan hasil yang besar pada masa datang, berinvestasi pada saham perusahaan yang sedang berkembang (biasanya perusahaan teknologi) memberikan keuntungan yang besar, karena kebijakan dari perusahaan yang sedang berkembang biasanya keuntungan perusahaan akan diinvestasikan kembali ke perusahaan maka perusahaan tidak memberikan dividen bagi investor. Keuntungan bagi investor hanya dari kenaikan harga saham apabila anda menjual saham tersebut; dan 3) *Diversification*, apabila investor membeli saham untuk kepentingan portofolio investor maka investor harus hati-hati dalam melengkapinya. Investor harus memutuskan apakah memerlukan saham untuk pendapatan tetap atau membeli obligasi dengan bunga yang diberikan sebagai pendapatan. Nasihat investasi “*don't put eggs in one basket*” tepat dilakukan dalam proses diversifikasi.

Daya tarik investasi saham adalah dua keuntungan yang diperoleh pemodal dengan membeli saham atau memiliki saham, yaitu dividen dan *capital gain*. Dividen merupakan keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan yang dibagikan setelah adanya persetujuan pemegang saham dan dilakukan setahun sekali. *Capital gain* merupakan selisih antara harga beli dan harga jual yang terjadi. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan di pasar sekunder. Pada umumnya investor jangka pendek mengharapkan keuntungan dari *capital gain*.

Rasio mempunyai hubungan yang erat dengan *return* saham sehingga banyak digunakan oleh investor dalam keputusan berinvestasi saham. Davis (1994)

melakukan penelitian yang menghasilkan bukti bahwa beberapa rasio keuangan sebagai variabel kinerja perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Purnomo (1998), menyelidiki hubungan variabel kinerja keuangan perusahaan dengan menganalisis beberapa rasio keuangan, menemukan bahwa kebanyakan rasio-rasio tersebut, terutama *Earnings Per Share*, memiliki pengaruh yang paling signifikan. Selanjutnya penelitian Asyik (1999) menemukan 12 rasio keuangan yang berhubungan signifikan dengan *return* saham. Hasil dari angka rasio dari laporan keuangan adalah keputusan investor dalam berinvestasi saham.

*Herding* adalah perilaku individu yang terjadi pada saat individu tersebut mengubah prinsip dan tindakannya agar sesuai dengan prinsip dan tindakan yang dilakukan oleh pihak lain (Shlifer 1995; Trueman 1994; Banerjee 1992; Scharfstein dan Stein 1990). Perilaku *herding* dapat terjadi pada saat seseorang atau kelompok yang harus mengambil keputusan dengan berbagai jenis keterbatasan, misalnya keterbatasan informasi, waktu, dan kemampuan. Trueman (1994) melakukan penelitian mengenai perilaku *herding* pada *earning forecast*, dan hasilnya menunjukkan bahwa setiap peramal laba cenderung melakukan *herding* dalam meramalkan laba perusahaan, tetapi tingkat *herding* setiap peramal laba bervariasi, tergantung pada faktor personal dan lingkungan.

*Herding* dapat didefinisi sebagai tindakan yang dilakukan seseorang dalam mengambil keputusan yang dipengaruhi oleh tindakan atau keputusan yang telah diambil sebelumnya. Welch (2000) telah melakukan penelitian yang berkaitan dengan hal tersebut dengan obyek penelitiannya adalah para analis sekuritas. Tugas analis sekuritas adalah memberikan rekomendasi kepada klien untuk membeli, menyimpan, atau menjual sekuritas yang dimilikinya. Dalam memberikan rekomendasi tersebut, para analis dipengaruhi oleh pilihan kebijakan atau rekomendasi yang telah diterbitkan sebelumnya dan juga dipengaruhi oleh konsensus yang telah dicapai oleh para analis sekuritas.

*Herding* juga dapat diartikan sebagai kelompok investor yang saling mengikuti satu sama lain dalam membeli atau menjual saham yang sama dalam periode waktu yang sama. Sias (2004) melakukan penelitian lain untuk meneliti perilaku *herding* yang dilakukan oleh



investor institusional. Dalam penelitian Sias (2004) pengujian *herding* institusional dilakukan dengan menghitung hubungan *cross-sectional* antara permintaan investor institusional pada kuartal yang sedang berjalan dengan permintaan institusional pada kuartal sebelumnya. Hasilnya menunjukkan bahwa permintaan investor institusional untuk sekuritas pada kuartal ini berhubungan secara positif dengan permintaan investor institusional untuk sekuritas pada kuartal sebelumnya. Dalam hal ini investor institusional saling mengikuti satu sama lain untuk membeli atau menjual suatu sekuritas yang sama (*herding*) dan investor institusional mengikuti pola perdagangan mereka sebelumnya.

Scharfstein dan Stein (1990) melakukan penelitian tentang faktor yang mendorong manajer untuk melakukan *herding* pada saat mengambil keputusan investasi. Hasil penelitian tersebut menjelaskan bahwa dalam keadaan tertentu, manajer cenderung meniru keputusan investasi yang dilakukan oleh manajer lain dan mengabaikan informasi yang telah mereka miliki. Jika dipandang dari sisi sosial, perilaku tersebut tidak efisien, tetapi menurut pandangan manajer yang melakukan hal tersebut, perilaku mereka dianggap rasional, karena pertimbangan reputasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Hanafi (2003) membandingkan perilaku *herding* antara investor institusional dengan investor individual dengan menggunakan data Jepang. Penelitian ini menemukan bahwa investor institusional melakukan *herding* lebih besar pada saham kecil. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *herding* yang dilakukan oleh investor institusional nampaknya tidak mempunyai efek negatif (*destabilizing*) dalam jangka pendek. Dalam jangka panjang, hasil penelitian Hanafi (2003) menunjukkan pembalikan harga (*reversal*) untuk saham dimana investor institusional melakukan *herding*. Di samping itu, saham yang dilepas investor institusional mempunyai reaksi harga yang negatif, dan tindakan pelepasan tersebut didorong oleh motivasi yang rasional. Perdagangan oleh investor institusional mempunyai pengaruh yang lebih besar terhadap harga, investor institusional nampaknya tidak melakukan perdagangan umpan balik positif.

Penelitian yang dilakukan oleh Choi dan Sias (2008) meneliti tentang perilaku *herding* di antara industri. Hasil penelitian menunjukkan fakta yang kuat

tentang *herding* institusional industri yang dilakukan oleh investor institusional. Hasil empirik menyatakan bahwa ada fakta yang kuat dari *herding* institusional industri. Dalam *herding* industri investor institusional saling mengikuti satu sama lain untuk masuk atau keluar dalam industri yang sama. Hubungan *cross-sectional* antara fraksi pedagang institusional yang melakukan pembelian dalam industri pada kuartal ini dan fraksi pembelian pada kuartal sebelumnya rata-rata 39%. Hasil penelitian juga menyatakan bahwa *herding* institusional industri merupakan hasil dari keputusan manajer (dibandingkan dengan aliran investor pokok) dan mengarahkan bahwa *herding* institusional industri adalah *momentum trading*, lebih banyak dinyatakan pada industri yang lebih kecil, dan *volatile*.

Wermers (1999) melakukan penelitian yang menguji keberadaan *herding* pada transaksi perdagangan yang dilakukan oleh reksa dana. Penelitian ini menganalisis aktivitas perdagangan dari industri reksa dana dari tahun 1975 sampai tahun 1994 untuk menetapkan apakah reksa dana melakukan *herding* ketika memperdagangkan saham dan untuk menginvestigasi apakah perilaku *herding* tersebut berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian ini menemukan level *herding* yang lebih tinggi pada saham kecil dan pada perdagangan yang dilakukan oleh reksa dana yang sedang berkembang yang ternyata berhubungan dengan strategi perdagangan umpan balik positif.

Puckett dan Yan (2007) melakukan penelitian dengan menggunakan perdagangan dari 776 investor institusional dari tahun 1999 sampai tahun 2004. Penelitian mereka menjelaskan keberadaan *herding* institusional jangka pendek dan pengaruh *herding* tersebut terhadap harga saham. Hasil penelitian tersebut menemukan fakta *herding* dalam frekuensi mingguan dengan menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) dan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004). Penelitian menyimpulkan bahwa *herding* dalam jangka waktu mingguan mempengaruhi efisiensi harga sekuritas secara signifikan. Penelitian ini juga menghasilkan fakta yang kuat dari pembalikan *return* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas penjualan dan fakta yang lemah dari *return continuations* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas pembelian.

Oehler dan Chao (2000) melakukan penelitian

untuk menguji apakah investor institusional saling mengikuti satu sama lain di pasar obligasi. Penelitian ini dilakukan di pasar obligasi Jerman dan menggunakan data dari 57 reksa dana Jerman yang terutama melakukan investasi pada obligasi dengan satuan Deutch Mark (DM) yang mewakili 71% total volume pasar. Hasil penelitian ini mengindikasikan fakta *herding* yang kuat, walaupun lebih lemah dari fakta yang diperoleh dari pasar saham. Analisis yang mendetail menyatakan bahwa tingkat bunga merupakan karakteristik obligasi yang penting untuk reksa dana. Tipe kualitas waktu dan batas waktu pinjaman juga memainkan peranan dalam proses pemilihan obligasi, tetapi hanya untuk ukuran yang kurang luas. Tipe *issuer* terlihat lebih tidak relevan. Nominal tingkat bunga kelihatan lebih penting pada proses pemilihan obligasi. Brown (2007) menguji *herding* pada reksa dana yang dihubungkan dengan rekomendasi analis. Penelitian ini menunjukkan bahwa manager reksa dana mengikuti revisi rekomendasi analis ketika mereka memperdagangkan saham, dan *herding* pada reksa dana yang dimotivasi oleh revisi rekomendasi analis tersebut akan mempengaruhi harga saham. Secara spesifik, *herding* pada reksa dana untuk masuk pada saham-saham terlihat dengan meningkatnya *consensus* analis dan *herding* untuk keluar dari saham-saham terlihat dengan menurunnya *consensus*. Meningkat dan menurunnya *consensus* analis dapat mengontrol sinyal investasi yang biasa mempengaruhi revisi analis dan *herding* pada reksa dana. Penelitian ini menemukan fakta bahwa *herding* reksa dana berdampak pada harga saham dengan tingkat yang besar selama periode sampel (1994-2003). Penelitian juga menemukan hasil bahwa bentuk *herding* pada reksa dana secara jelas mengikuti *consensus* revisi pada rekomendasi analis. Revisi persetujuan rekomendasi positif lebih sering dihasilkan dalam perilaku *herding* pada aktivitas pembelian saham, dan revisi negatif lebih sering dihasilkan dalam perilaku *herding* pada aktivitas penjualan saham.

Brown *et al.* (2006) melakukan penelitian yang mencoba menemukan perilaku *herding* pada keputusan pengungkapan sukarela perusahaan dalam konteks peramalan belanja modal perusahaan dan menginvestigasi dua alasan yang mungkin untuk perilaku ini yaitu pengaruh informasi yang direfleksikan pada keputusan pengungkapan perusahaan di masa lalu atau perhatian manajer pada reputasinya. Dengan

menggunakan analisis durasi untuk kejadian yang terjadi berulang-ulang, penelitian menguji waktu peramalan belanja modal untuk sampel yang luas dan menemukan perusahaan yang melakukan pengungkapan atau yang tidak melakukan pengungkapan. Penelitian ini memprediksi dan menemukan bahwa kecenderungan mengeluarkan ramalan belanja modal berhubungan positif dengan proposi pengungkapan perusahaan periode sebelumnya dalam industri yang sama. Dengan demikian memberikan fakta perilaku *herding*. Penelitian juga menemukan bahwa hubungan positif ini berlaku untuk perusahaan dengan konsentrasi yang tinggi pada industri dan perusahaan dengan *barriers to entry* yang rendah. Temuan ini menyatakan bahwa perusahaan yang memandang kompetisi industri yang tinggi memiliki dorongan yang kuat untuk melakukan *herding*. Penelitian ini juga menemukan bahwa manajer dengan reputasi yang kurang bagus menunjukkan kecenderungan untuk melakukan *herding* pada keputusan pengungkapannya. Penelitian juga menyimpulkan bahwa faktor informasional dan faktor reputasional merupakan gabungan sumber yang signifikan dari *herding* dalam keputusan pengungkapan sukarela.

Beberapa fakta empiris dilaporkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) yang menguji dana pensiun dan menemukan fakta lemah bahwa manajer dana pensiun tertarik untuk melakukan perdagangan umpan balik positif atau melakukan *herding*, dengan fakta yang agak kuat pada saham-saham kecil. Fakta lainnya juga dilaporkan oleh Grinblatt *et al.* (1995) dan Wermers (1997), yang melakukan pengujian pada reksa dana dan menemukan hasil bahwa mayoritas reksa dana menggunakan strategi perdagangan umpan balik positif untuk memilih saham.

Graham (1998) menguji kecenderungan bagi analis yang mempublikasikan *newsletter* investasi. Analisis tersebut kemungkinan besar melakukan *herding* pada rekomendasi yang diberikan karena beberapa alasan, yaitu jika reputasinya tinggi, kemampuannya rendah, atau jika korelasi sinyalnya tinggi. Bagi analis yang menganggap reputasi adalah hal yang penting, maka selalu akan mempertimbangkan faktor reputasi dalam mengeluarkan rekomendasi investasi. Jika merasa reputasinya tinggi, maka analis akan memberikan rekomendasi investasi yang sesuai dengan

rekomendasi yang telah diberikan pada periode sebelumnya, atau akan memberikan rekomendasi sesuai dengan rekomendasi yang diberikan oleh analis lain yang mempunyai reputasi yang sama. Jika kemampuannya rendah maka analis akan mengeluarkan rekomendasi investasi dengan mempertimbangkan rekomendasi dari analis lain yang menurutnya mempunyai kemampuan yang lebih baik. Pada saat membuat rekomendasi investasi tentu saja masing-masing analis memperoleh banyak informasi tentang perusahaan yang akan dianalisis. Jika masing-masing investor memperoleh informasi yang sama maka dapat dikatakan bahwa korelasi sinyalnya tinggi, maka akan saling mengikuti satu sama lain dalam memberikan rekomendasi investasi kepada kliennya.

Patel *et al.* (1991) melakukan penelitian terhadap perilaku individu dalam mengambil keputusan untuk membeli saham di pasar modal. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa para pelaku pasar modal bertindak secara berkelompok atau bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh orang lain (*herding*). Nofsinger dan Sias (1998) membandingkan pola perdagangan investor institusional dan investor individual. Penelitian ini mendokumentasi korelasi positif yang kuat antara perubahan kepemilikan institusional dan *return* yang diukur pada periode waktu yang sama. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa perdagangan umpan balik positif lebih banyak dilakukan oleh investor institusional daripada investor individual, atau *herding* yang dilakukan oleh investor institusional lebih mempengaruhi harga saham daripada *herding* yang dilakukan oleh investor individual.

Fakta tentang *herding* juga terlihat dari penelitian yang dilakukan oleh Klemkosky (1977), Kraus dan Stoll (1972), dan Friend *et al.* (1970) yang menganalisis saham yang memiliki ketidakseimbangan perdagangan yang terbesar di antara investasi perusahaan (terutama reksa dana) dalam setiap kuartal selama periode 1963-1972. Hasil penelitiannya memperlihatkan bahwa beberapa reksa dana akan mengikuti reksa dana lainnya yang menjadi *leader* dalam transaksi pembelian yang dilakukan. Hal tersebut ditunjukkan dari ketidakseimbangan pembelian yang besar (yaitu jumlah dolar pembelian yang melebihi jumlah dolar penjualan reksa dana).

Kraus dan Stoll (1972), mempelajari perdagangan bulanan untuk 229 reksa dana atau *bank*

*trust* selama bulan Januari 1968 sampai September 1969 untuk menentukan kecenderungan institusi tersebut melakukan *herding* pada transaksi perdagangannya. Hasilnya diperoleh hasil bahwa ketidakseimbangan dalam jumlah dolar yang sangat dramatis antara pembelian dan penjualan saham secara rata-rata, tetapi ketidakseimbangan itu muncul bukan karena pola perdagangan paralel yang dilakukan dengan tidak sengaja. Friend *et al.* (1970) melakukan penelitian klasik dan menemukan kecenderungan yang signifikan untuk kelompok-kelompok reksa dana yang mengikuti pilihan investasinya berdasarkan investasi dari reksa dana sebelumnya yang telah berhasil (yang dikenal dengan sebutan *follow-the-leader behavior* selama satu kuartal pada tahun 1968).

Di Indonesia, penelitian mengenai *herding* dilakukan oleh Rudhiningtyas (2003) yang meneliti perilaku *herding* pada keputusan pendanaan perusahaan. Dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang sudah *go public*, ada 93 perusahaan yang memenuhi kriteria. Perusahaan dikategorikan menjadi dua yaitu perusahaan *leader* dan perusahaan *follower*. Perusahaan *leader* adalah perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 pada periode bulan Februari 1997 sampai Juli 2001. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa data keuangan perusahaan dari tahun 1997 sampai tahun 2000 dan diambil dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) tahun 1999-2001, khususnya data mengenai total utang perusahaan, total aset, saldo ekuitas, nilai pasar utang jangka panjang, dan ekuitas perusahaan sebagai elemen struktur modal. Hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung berperilaku *herding* pada saat mengambil keputusan mengenai struktur modal. Simpulannya perusahaan *follower* telah melakukan tindakan yang tidak rasional dalam memutuskan struktur modalnya (Scharfestin dan Stein, 1990). Perusahaan *follower* cenderung mengabaikan hasil analisa struktur modal tahun-tahun sebelumnya dan lebih mementingkan hasil analisa struktur modal perusahaan yang tergolong *leader*. Hal tersebut diperkuat dengan hasil pengujian regresi ketiga dan keenam, yang menguji pengaruh informasi struktur modal perusahaan *follower* pada tahun-tahun sebelumnya terhadap keputusan struktur modal tahun 2000. Hasil pengujian menunjukkan bahwa informasi

masa lalu tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal tahun 2000.

Penelitian ini dimaksudkan untuk melakukan pengujian lebih lanjut temuan-temuan empiris mengenai perilaku *herding* investor dalam transaksi saham. Penelitian ini didasarkan pada penelitian Sias (2004) yang meneliti tentang perilaku *herding* pada institusi yang menerbitkan saham. Penelitian ini hampir sama dengan penelitian Sias. Perbedaan penelitian ini dengan yang dilakukan Sias (2004) adalah 1) Untuk mendeteksi adanya perilaku *herding*, penelitian ini tetap menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004); 2) Penelitian ini menggunakan data kepemilikan ekuitas saham di Indonesia; dan 3) Penggunaan variabel kinerja keuangan perusahaan untuk menguji pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham dan pengaruhnya terhadap perilaku *herding*.

Secara umum, penelitian ini dilakukan untuk menjelaskan fenomena yang terjadi dalam bidang manajemen keuangan, sehingga dapat memperluas domain ilmu akuntansi keperilakuan. Sesuai dengan permasalahan yang akan diteliti, maka tujuan penelitian adalah untuk 1) Memberikan temuan empiris tentang keberadaan perilaku *herding* pada transaksi perdagangan saham di Indonesia 2) Menguji apakah perilaku *herding* berpengaruh pada *return* saham; 3) Menguji apakah kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap perilaku *herding*; 4) Menguji apakah kinerja keuangan berpengaruh pada *return* saham; dan 5) Mengetahui apakah perilaku *herding* mediasi pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham.

Investor biasanya mempertimbangkan berinvestasi pada saham berdasarkan pada kinerja keuangan masa lalu dengan melakukan analisis pada laporan keuangan. Pada umumnya investor akan memilih saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus dalam keputusan investasinya agar terhindar dari risiko rugi (Pratomo dan Nugraha, 2001). Hal tersebut didukung dengan tipe investor di Indonesia yang cenderung *risk averse* sehingga lebih memilih berinvestasi pada perusahaan yang tidak terlalu *volatile*. Xi Li (2002), menemukan bahwa analis (investor) yang mempunyai reputasi bagus lebih konservatif dalam memilih rekomendasi dalam portofolionya berdasarkan kinerja dan tidak menyimpang dari

rekomendasi portofolio analis (investor) lain yang sejenis. Kinerja keuangan perusahaan yang baik merupakan salah satu alasan yang rasional bagi investor untuk melakukan *herding*. Investor yang rasional akan berinvestasi lebih banyak pada saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus dengan mendasarkan *rational decision making*. Semakin baik kinerja keuangan suatu perusahaan maka semakin banyak investor yang melakukan *herding* pada saham perusahaan tersebut. Berdasar uraian tersebut, disusun hipotesis berikut:

**H1:** Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh pada perilaku *herding*.

Perilaku *herding* dapat terjadi karena investor mungkin menyimpulkan informasi pribadi dari perdagangan sebelumnya yang dilakukan manajer yang berpengalaman dan berdagang dengan tujuan yang sama (Bikhchandani, Hirsleifer, dan Welch, 1992). Perilaku *herding* ini berdampak pada naik turunnya harga saham. Sesuai dengan hasil penelitian Puckett dan Yan (2005), bahwa *herding* secara signifikan berpengaruh pada harga saham. Hasil penelitian menunjukkan fakta bahwa *herding* dalam frekuensi mingguan dengan menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) dan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004). Penelitian menyimpulkan bahwa *herding* dalam jangka waktu mingguan mempengaruhi efisiensi harga sekuritas secara signifikan. Penelitian juga menghasilkan fakta yang kuat dari pembalikan *return* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas penjualan dan fakta yang lemah dari *return continuations* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas pembelian. Nofsinger dan Sias (1998) membandingkan pola perdagangan investor institusional dan investor individual. Penelitian mendokumentasi korelasi positif yang kuat antara perubahan kepemilikan institusional dan *return* yang diukur pada periode waktu yang sama. Berdasarkan uraian tersebut, disusun hipotesis berikut:

**H2:** Perilaku *herding* berpengaruh pada *return* saham.

Harga saham memberikan ukuran obyektif tentang nilai investasi pada perusahaan. Oleh karena itu, harga saham memberikan indikasi perubahan harapan sebagai akibat perubahan kinerja keuangan perusahaan. Untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan digunakan rasio EPS, ROE, dan PER karena rasio tersebut mempunyai hubungan yang erat dengan

*return* saham sehingga banyak digunakan oleh investor dalam keputusan berinvestasi saham. Pada akhirnya variasi harga saham pada waktu tertentu memberikan sebuah indikasi perubahan kinerja keuangan perusahaan. Purnomo (1998), dalam penelitiannya tentang keterkaitan kinerja keuangan dengan harga saham, memberikan hasil bahwa ROE, EPS, PER, dan DPS mempunyai hubungan positif dengan harga saham, sedangkan DER cenderung tidak dapat digunakan dalam menentukan proyeksi harga saham. Kusumawardani (2000), dalam penelitiannya tentang hubungan antara kinerja keuangan dengan perubahan harga saham sebelum dan selama krisis moneter, perubahan kinerja keuangan (DER, ROE, EPS, PER, dan DPS) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Syamsul (1996) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel *profit margin*, *return on asset*, *return on equity*, *basic earning ratio*, *P/E ratio* dan *market to book ratio* terhadap perubahan harga saham perusahaan *go public* di BEI selama 1993 dan 1994 dengan hasil hanya variabel *market to book ratio* dan *return on equity* saja yang berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Berdasar uraian tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

**H3:** Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

Perusahaan yang memiliki kinerja keuangan bagus, umumnya akan diminati oleh banyak investor. Ketertarikan investor pada perusahaan yang memiliki kinerja keuangan bagus terlihat pada keputusan menjual dan membeli saham perusahaan tersebut. Hal tersebut akan merangsang investor lain untuk membeli atau menjual saham yang sama dengan saham yang dibeli atau dijual investor sebelumnya. Keputusan jual dan beli secara bersama-sama merupakan indikasi terjadinya perilaku *herding* (Sias, 2004). Perilaku investor dalam membeli atau menjual saham secara bersama-sama akan mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga *return* yang diterima investor juga akan mengalami perubahan. Dengan demikian, terdapat hubungan antara secara tidak langsung antara kinerja keuangan perusahaan dengan *return* dengan dimediasi perilaku *herding*. Berdasarkan uraian tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

**H4:** Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham dengan dimediasi oleh

perilaku *herding*.

Populasi penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan yang terdaftar di Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan Indonesia (BAPEPAM-LK). Sampel yang digunakan dalam penelitian dipilih dengan metode *purposive sampling*. Dengan metode tersebut, sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang ditentukan. Sampel dipilih atas dasar kriteria sebagai berikut: 1) Saham perusahaan terdaftar di Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan Indonesia (BAPEPAM-LK); 2) Perusahaan yang digunakan sebagai sampel adalah perusahaan yang masih tetap beroperasi dari tahun 2004 hingga 2007; 3) Institusi menerbitkan laporan keuangan kuartalan untuk periode tahun 2004 sampai dengan 2007; dan 4) Perusahaan yang digunakan sebagai sampel memiliki data saham perusahaan periode tahun 2004 sampai dengan 2007. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder.

Data sekunder dalam penelitian berasal dari dua sumber, yaitu data kepemilikan ekuitas yang berasal dari transaksi perdagangan saham yang diperoleh dari pusat informasi saham Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan Indonesia (BAPEPAM-LK), *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), dan data mengenai ukuran saham/perusahaan diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange*. Peneliti menggunakan data *return* harian dan laporan keuangan perusahaan dari tahun 2004 hingga 2007, data laporan keuangan, data rasio keuangan ROE, EPS, dan PER emiten.

Untuk setiap saham dan kuartal, investor didefinisikan sebagai *buyer* jika kepemilikan sahamnya bertambah dan jika kepemilikan sahamnya mengalami penurunan maka didefinisikan sebagai *seller*; misalnya investor yang semula memegang kepemilikan saham PT A sebesar 1% berubah menjadi 2% pada kuartal berikutnya maka akan didefinisikan sebagai *buyer*. Dalam penelitian ini, investor yang dikategorikan menjadi *leader* (perusahaan yang akan diikuti oleh investor lainnya) adalah institusi yang memiliki kepemilikan saham paling besar, misalnya pada kuartal pertama tahun 2004, saham Bank MEGA dimiliki oleh PT Para Global Investindo sebesar 64,52%, sedangkan investor yang dikategorikan sebagai *follower* adalah investor publik yang terdiri dari berbagai investor individu dan institusional.



Prosedur pengujian pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *herding* dilakukan sebagai berikut, yaitu setelah laporan keuangan perusahaan terkumpul maka dihitung kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan rasio EPS, ROE, dan PER. Sebelum dilakukan regresi, variabel kinerja perusahaan akan dikurangi agar variabel-variabel yang berkorelasi dapat diringkas menjadi komponen yang lebih sedikit dengan menggunakan analisis faktor. Dalam suatu penelitian mungkin terdapat banyak variabel yang saling berkorelasi sehingga memungkinkan pengurangan jumlah variabel penelitian. Hubungan di antara banyak variabel yang saling berkorelasi dapat diuji dan disajikan dalam sejumlah faktor yang mendasari korelasi tersebut. Analisis faktor merupakan suatu teknik interdependensi sehingga tidak ada variabel independen maupun variabel dependen dalam analisis. Oleh karena itu, analisis faktor menguji semua hubungan interdependensi yang ada dalam seluruh variabel yang diteliti. Rasio ROE, PER, dan EPS yang telah diubah menjadi komponen faktor tersebut kemudian akan diregresikan dengan perilaku *herding* dengan persamaan berikut:  $herding = \beta_0 + \beta_1 \text{kinerja keuangan perusahaan} + \varepsilon$

Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi  $\alpha < 0,05$  atau  $\alpha < 0,10$  maka variabel independen (X) yang terdiri atas EPS, ROE, dan PER (kinerja perusahaan) memiliki pengaruh terhadap perilaku *herding*.

Prosedur pengujian pengaruh perilaku *herding* terhadap *return* saham dilakukan sebagai berikut, setelah *herding* dihitung pada pengujian tersebut, maka diuji apakah keputusan jual beli saham investor *follower* yang melakukan *herding* terhadap keputusan jual beli saham investor *leader* berpengaruh terhadap *return* saham. *Return* dihitung secara harian kemudian dirata-rata setiap tahun. Persamaan regresi disusun sebagai berikut:  $Return\ Saham = \mu_0 + \mu_1 herding + \varepsilon$

Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi  $\alpha < 0,05$  atau  $\alpha < 0,10$  maka perilaku *herding* investor *follower* berpengaruh terhadap *return* saham. Prosedur pengujian pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* saham dilakukan sebagai berikut, kinerja perusahaan telah diubah menjadi komponen faktor. Pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham disusun dalam persamaan regresi sebagai

berikut:  $Return\ Saham = \mu + \mu \text{kinerja perusahaan} + \mu$  Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi  $\alpha < 0,05$  atau  $\alpha < 0,10$  maka kinerja perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

Prosedur pengujian pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap perilaku *herding* dengan kepemilikan saham sebagai variabel mediasi dilakukan sebagai berikut, pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* saham dengan perilaku *herding* sebagai variabel mediasi diuji dengan persamaan regresi sebagai berikut:  $Return\ Saham = y + y_1 \text{kinerja keuangan} + y_2 \text{perilaku herding} + \varepsilon$  Apabila kinerja keuangan berpengaruh terhadap perilaku *herding* yang dilakukan investor dan perilaku *herding* yang dilakukan investor berpengaruh terhadap *return* saham, maka artinya kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham dengan perilaku *herding* sebagai variabel mediasi. Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi  $\alpha < 0,05$  atau  $\alpha < 0,10$  maka variabel perilaku *herding* dapat menjadi mediasi hubungan antara variabel kinerja keuangan dan *return* saham.

Statistik deskriptif dilakukan dengan tujuan untuk mengenali pola sejumlah data, merangkum informasi dalam data tersebut, dan menyajikan informasi tersebut dalam bentuk yang diinginkan seperti: rata-rata, standar deviasi, maksimum, dan minimum. Semakin besar standar deviasi dan varians berarti menunjukkan data semakin bervariasi. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan metode regresi berganda karena dimaksudkan untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen dan variabel dependennya. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari tiga variabel, yaitu variabel *return* sebagai variabel dependen, variabel kinerja keuangan perusahaan sebagai variabel independen, serta variabel *herding* sebagai variabel mediasi. Oleh karena dalam penelitian ini terdapat tiga variabel yang terpisah, maka dilakukan lima pengujian yang terpisah, yaitu 1) Penelitian untuk menguji keberadaan perilaku *herding* antara variabel independen keputusan jual beli saham investor *leader* terhadap variabel dependen keputusan jual beli saham investor *follower*; 2) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen kinerja keuangan perusahaan terhadap variabel dependen *return* saham; 3) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel



independen perilaku *herding* terhadap variabel dependen *return* saham; 4) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen kinerja keuangan perusahaan terhadap variabel dependen perilaku *herding*; dan 5) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* terhadap *return* saham. Untuk mengetahui kelayakan data, maka sebelum digunakan dalam regresi berganda dilakukan terlebih dahulu pengujian asumsi klasik, meliputi asumsi heteroskedastisitas, autokorelasi, multikolinearitas, dan normalitas.

### HASIL PENELITIAN

Penelitian ini didasarkan pada data yang tersedia di BEI periode 2004, 2005, 2006, dan 2007. Berdasarkan pemilihan sampel yang dilakukan dengan *purposive*

*sampling*, diperoleh sampel sebanyak 55 perusahaan dari berbagai jenis bidang usaha yang akan dimasukkan dalam analisis. Di antara 55 sampel tersebut, terdapat 31 perusahaan yang tidak memenuhi kriteria. Hal ini disebabkan karena laporan keuangan kuartalan tidak lengkap, tidak terdapat data *return*, atau data kinerja keuangan tidak terdapat di *Indonesia Capital Market Index*. Tiga puluh satu perusahaan ini kemudian dikeluarkan dari analisis sehingga jumlah sampel yang dianalisis menjadi 24 perusahaan. Data akhir yang diperoleh merupakan data awal yang dikurangi dengan data yang tidak lengkap dan *outliers*. Setelah mengurangi data yang tidak lengkap dan *outliers*, maka diperoleh data akhir masing-masing sebanyak 20 perusahaan untuk menguji hipotesis. Setiap perusahaan terdiri dari empat observasi, yaitu data perusahaan tahun 2004-2007 sehingga sampel yang digunakan berjumlah 80 unit.

**Tabel 1**  
**Data Perolehan Sampel**

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan Triwulanan di BEI	90
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan triwulanan dari tahun 2004-2007	55
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2004-2007, tersedia data <i>return</i> perusahaan, dan data ROE, PER, dan EPS tahun 2004-2007	24
Sampel yang telah dikurangi <i>outlier</i>	20

**Sumber:** Hasil penelitian.

**Tabel 2**  
**Hasil Pengujian Hipotesis Pertama**

Coefficients <sup>a</sup>					
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	
		B	Std. Error	Beta	t
1	(Constant)	.055	.137		.403
	Kinerja	.192	.108	.198	1.779

a. *Dependent Variable:* Herd

**Sumber:** Hasil penelitian, data diolah.

Pengujian hipotesis pertama (Tabel 2) dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *herding* dengan kinerja keuangan perusahaan sebagai variabel independen. Hasil uji t hipotesis pertama menunjukkan variabel kinerja keuangan perusahaan mempunyai nilai t-hitung yang tingkat signifikansinya kurang dari 0,10. Nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,779 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada  $\alpha$  10%, menunjukkan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap perilaku *herding* investor dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,10.

Pengujian hipotesis kedua (Tabel 3) dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *return* saham dengan variabel independen perilaku *herding*. Variabel *herding* mempunyai nilai t-hitung yang tingkat signifikansinya kurang dari 0,10. Nilai t hitung *herding*

adalah 1,778 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada  $\alpha$  10%, menunjukkan bahwa *herding* yang dilakukan investor *follower* berpengaruh positif pada *return* saham dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,10.

Pengujian hipotesis ketiga (Tabel 4) dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *return* saham dengan variabel independen kinerja keuangan perusahaan. Variabel kinerja keuangan perusahaan mempunyai nilai t-hitung yang tingkat signifikansinya sama dengan 0,05. Untuk nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,995 lebih besar dari t tabel sebesar 1,960 pada  $\alpha$  5%, menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif pada *return* saham perusahaan tersebut.

**Tabel 3**  
**Hasil Pengujian Hipotesis Kedua**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	.002261	.000196			11.509	.000
Herd	.000323	.000181	.198425		1.788	.078

a. Dependent Variable: Return

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.

**Tabel 4**  
**Hasil Pengujian Hipotesis Ketiga**

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	.0023	.000198			11.677	.000
Kinerja	.000486	.000244	.220		1.995	.050

a. Dependent Variable: Return

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.

Uji F (Tabel 5) dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen dalam model mempengaruhi secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Pengujian hipotesis keempat dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *return* dengan kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* sebagai variabel independen. Variabel kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* mempunyai nilai F-hitung yang tingkat signifikansinya kurang dari 0,05. Nilai F hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 4,671 lebih besar dari F tabel sebesar 1,96 pada  $\alpha$  5%, menunjukkan bahwa kinerja keuangan dan perilaku *herding* berpengaruh positif terhadap perilaku *return* saham dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,05. Hasil uji asumsi klasik secara keseluruhan ditunjukkan pada Tabel 6. Berdasarkan Tabel 6 dapat disimpulkan bahwa Uji Asumsi Multikolinearitas, Heteroskedastisitas, dan Autokorelasi dari seluruh hipotesis memenuhi persyaratan Uji Asumsi Klasik, sedangkan pada Uji Asumsi Normalitas hanya sebagian saja yang memenuhi persyaratan Uji Asumsi Klasik. Ketidaknormalan data yang terjadi pada pengujian hipotesis empat yang mungkin disebabkan karena variabel yang dibandingkan mempunyai ukuran yang berbeda.

## PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil analisis regresi (Tabel 2), diperoleh persamaan regresi untuk penelitian ini sebagai berikut:  $Herd = 0,055 + 0,192 \text{ Kinerja} + a$ . Koefisien regresi kinerja menunjukkan nilai sebesar 0.192. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini mengindikasikan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang tinggi akan direspons investor *follower* dengan melakukan *herding* investasi saham pada perusahaan tersebut. Pada umumnya investor akan memilih saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus dalam keputusan investasinya (Pratomo dan Nugraha, 2001) agar terhindar dari risiko rugi. Hasil hipotesis ini mendukung penelitian Xi Li (2002), yang menemukan bahwa analis (investor) yang mempunyai reputasi bagus lebih konservatif dalam memilih rekomendasi dalam portofolionya berdasarkan kinerja dan tidak menyimpang dari rekomendasi portofolio analis (investor) lain yang sejenis. Dalam hal ini, investor akan melakukan *herding* berdasarkan pertimbangan investor lain yang sejenis dengan melihat aspek kinerja keuangan perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis regresi (Tabel 3), diperoleh persamaan regresi untuk penelitian ini

**Tabel 5**  
**Hasil Pengujian Hipotesis Keempat**

Coefficients <sup>a</sup>					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	F	
1 (Constant)	0.00232	0.000195		11.89817	4.02E-19
Herd	0.00032	0.000178	0.196	1.80197	0.075463
Kinerja	0.000482	0.000241	0.218	2.005165	0.04846

a. *Dependent Variable: Return*

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.

**Tabel 6**  
**Rangkuman Uji Asumsi Klasik**

Uji Asumsi Klasik	Indikator	RAW1	RAW2 Kinerja	Return Hera	Return Kinerja	Herd
Multikolinearitas	VIF	1,000	1,000	1,000		1,000
Heteroskedastisitas	White	0,873	0,143	0,295		0,66
Autokorelasi	D-W	1,994	1,500	1,500		1,500
Normalitas	K-S	0,13	0,10	0,215		0,000

**Sumber:** Hasil penelitian, data diolah.

sebagai berikut:  $Return\ Saham = 0,002261 + 0,000323\ herding + \epsilon$ . Koefisien regresi *herding* menunjukkan nilai sebesar 0,000323. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini mengindikasikan investor *follower* yang melakukan *herding* aksi menjual saham dapat menyebabkan *return* mengalami penurunan. Sebaliknya, apabila investor *follower* yang melakukan *herding* aksi membeli saham dapat menyebabkan *return* mengalami kenaikan. Hasil pada pengujian hipotesis 2 mendukung penelitian yang dilakukan oleh Nofsinger dan Sias (1998) serta Puckett dan Yan (2007). Nofsinger dan Sias (1998) membandingkan pola perdagangan investor institusional dan investor individual. Penelitian ini mendokumentasi korelasi positif yang kuat antara perubahan kepemilikan institusional dan *return* yang diukur pada periode waktu yang sama. Puckett dan Yan (2007) yang melakukan penelitian dengan menggunakan perdagangan dari 776 investor institusional dari tahun 1999 sampai tahun 2004.

Penelitiannya menjelaskan keberadaan *herding* institusional jangka pendek dan pengaruh *herding* tersebut terhadap harga saham. Hasil penelitian tersebut menemukan fakta *herding* dalam frekuensi mingguan dengan menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) dan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004). Penelitian menyimpulkan bahwa *herding* dalam jangka waktu mingguan mempengaruhi efisiensi harga sekuritas secara signifikan. Penelitian ini juga menghasilkan fakta yang kuat dari pembalikan *return* (*return reversals*) dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas penjualan, dan fakta yang lemah dari *return continuations* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas pembelian.

Berdasarkan hasil analisis regresi (Tabel 4), diperoleh persamaan regresi penelitian ini sebagai berikut:  $Return\ Saham = 0,0023 + 0,000486\ kinerja perusahaan + \epsilon$ . Koefisien regresi kinerja menunjukkan nilai sebesar 0,000486. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini berarti jika kinerja keuangan perusahaan mengalami peningkatan maka harga saham perusahaan tersebut juga mengalami kenaikan sehingga *return* yang diterima investor juga mengalami kenaikan. Sebaliknya, jika kinerja keuangan perusahaan mengalami penurunan maka harga saham perusahaan juga akan mengalami penurunan sehingga *return* yang diterima investor juga mengalami penurunan. Dengan demikian, hipotesis kedua yang menguji tentang pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* saham perusahaan terbukti.

Hasil pada pengujian hipotesis 3 mendukung penelitian yang dilakukan oleh Purnomo (1998), dalam penelitiannya tentang keterkaitan kinerja keuangan dengan harga saham. Hasilnya adalah ROE, EPS, PER, dan DPS mempunyai hubungan positif dengan harga saham, sedangkan DER cenderung tidak dapat digunakan dalam menentukan proyeksi harga saham. Kusumawardani (2000), dalam penelitiannya tentang hubungan antara kinerja keuangan dengan perubahan harga saham sebelum dan selama krisis moneter. Perubahan kinerja keuangan (ROE, EPS, PER, DER, dan DPS) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Syamsul (1996) juga melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel *profit margin*, *return on asset*, *return on equity*, *basic earning ratio*, *P/E ratio* dan *market to book ratio* terhadap perubahan harga saham perusahaan *go public* di BEI selama 1993 dan 1994. Hasilnya menunjukkan bahwa hanya variabel

*market to book ratio* saja yang berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham.

Berdasarkan Tabel 5, tampak koefisien regresi *herding* sebesar 0,000323 dan koefisien regresi kinerja menunjukkan nilai sebesar 0,000482. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini mengindikasikan bahwa kinerja dan *herding* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Sesuai dengan hipotesis keempat, jika kinerja keuangan perusahaan baik maka investor akan tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Hal tersebut mendorong investor-investor lain untuk berinvestasi pada saham yang sama. Perilaku investor dalam membeli atau menjual saham secara bersama-

sama akan mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga harga saham mengalami kenaikan dan *return* yang diterima investor juga akan mengalami perubahan. Dengan demikian, variabel *herding* mampu menjadi variabel mediasi hubungan antara kinerja perusahaan dan *return* saham. Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut, maka diperoleh persamaan regresi untuk penelitian ini sebagai berikut:  $Return = 0,00232 + 0,000482 \text{ kinerja} + 0,00032 \text{ herd} + \epsilon$

Setelah membahas hasil pengujian hipotesis, berikut (Tabel 7) disajikan hasil regresi antarvariabel yang telah digabungkan ke dalam model penelitian.

**Tabel 7**  
**Rangkuman Hasil Penelitian**

Hipotesis	Alat Uji	Hasil Analisis Data	Simpulan
H1: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh pada perilaku <i>herding</i> .	Regresi	Nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,779 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada <i>alpha</i> 10% dan memiliki signifikansi 0,079	H1 diterima. Kinerja Keuangan perusahaan berpengaruh positif terhadap perilaku <i>herding</i> investor.
H2: Perilaku <i>herding</i> berpengaruh pada <i>return</i> saham.	Regresi	Nilai t hitung <i>herding</i> adalah 1,778 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada <i>alpha</i> 10% dan memiliki signifikansi 0,078	H2 diterima. <i>Herding</i> yang dilakukan investor <i>follower</i> berpengaruh positif pada <i>return</i> saham.
H3: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap <i>return</i> saham.	Regresi	Nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,995 lebih besar dari t tabel sebesar 1,96 pada <i>alpha</i> 5% dan Memiliki signifikansi 0,050	H3 diterima. Kinerja Keuangan perusahaan berpengaruh positif pada <i>return</i> saham perusahaan tersebut.
H4: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap <i>return</i> saham dengan dimediasi oleh Perilaku <i>herding</i> .	Regresi	Nilai F hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 4,671 dan signifikan pada 0,30	H4 diterima. Kinerja Keuangan dan perilaku <i>herding</i> berpengaruh positif terhadap perilaku <i>return</i> saham sehingga perilaku <i>herding</i> dapat dijadikan sebagai variabel mediasi.

## SIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN PENELITIAN, DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan sebelumnya, maka ada beberapa simpulan yang dapat ditarik, yaitu: 1) Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif pada perilaku *herding* investor. Hal tersebut ditunjukkan dengan koefisien regresi kinerja yang positif signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa investor cenderung melakukan *herding* posisi beli pada perusahaan yang mempunyai kinerja keuangan baik. Penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis keempat bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh pada perilaku *herding* investor; 2) Hasil analisis regresi yang menguji pengaruh perilaku *herding* terhadap *return* saham menunjukkan koefisien regresi yang positif signifikan. Hasil ini mengindikasikan semakin banyak investor melakukan *herding*, maka akan mengakibatkan *return* saham mengalami kenaikan atau penurunan, tergantung pada *herding* pada posisi beli atau posisi jual. Penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis ketiga bahwa perilaku *herding* investor berpengaruh terhadap *return* saham; 3) Hasil analisis regresi yang menguji pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* menunjukkan koefisien regresi yang positif signifikan. Hasil ini mengindikasikan semakin baik kinerja keuangan perusahaan maka *return* perusahaan tersebut juga mengalami kenaikan. Penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis kedua bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham; dan 4) Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hal tersebut ditunjukkan dengan koefisien regresi yang positif signifikan. Hal ini menandakan jika kinerja keuangan perusahaan baik maka investor akan tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Hal tersebut mendorong investor-investor lain untuk berinvestasi pada saham yang sama. Perilaku investor dalam membeli atau menjual saham secara bersama-sama akan mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga harga saham mengalami kenaikan dan *return*

yang diterima investor juga akan mengalami perubahan.

### Implikasi Hasil Penelitian

Implikasi hasil penelitian ini memberikan kontribusi yang penting bagi perusahaan dan investor. Adanya perilaku *herding* yang dilakukan manajer-manajer di Indonesia maupun di negara lain memerlukan pertimbangan dan kecermatan investor dan perusahaan. Akan tetapi dalam praktiknya, pola pengambilan keputusan dipengaruhi oleh aspek psikologi para pengambil keputusan, yang dapat membentuk perilaku tertentu. Perilaku yang ditimbulkan dapat positif dan negatif.

Perilaku positif terjadi apabila dalam mengambil keputusan, investor benar-benar berperan sebagai *in-formations filter* (investor benar-benar bersikap rasional), sehingga dalam mengambil keputusan untuk bersaing dengan perusahaan lain, sebaiknya tidak hanya mempertimbangkan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor lain melainkan harus ada pertimbangan rasional dalam melakukan *herding*. Pertimbangan rasional tersebut adalah dengan melihat kinerja keuangan perusahaan dan *return* perusahaan tahun-tahun sebelumnya. Nilai saham mencerminkan nilai perusahaan. Perusahaan yang berkembang berarti sahamnya bernilai tinggi dan sebaliknya. Dua hal tersebut dapat menjadi input bagi investor baik institusional maupun individu untuk pengambilan keputusan investasi, sedangkan perilaku negatif dapat terjadi apabila informasi yang didapat investor tersebut diabaikan, sehingga keputusan investasi yang diambil tidak memiliki dasar yang kuat dan hanya sekedar meniru keputusan investor lain. Oleh karena itu, investor perlu mempertimbangkan keputusannya untuk berinvestasi dalam suatu perusahaan agar mengurangi risiko dan ketidakpastian. Investor perlu mengetahui perilaku manajer dan kinerja perusahaan karena saat kondisi buruk manajer ingin terlihat bahwa kinerjanya bagus.

### Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan yang kemungkinan dapat mempengaruhi hasil penelitian. Oleh karena itu, masih perlu dikembangkan lagi pada penelitian berikutnya. Adapun keterbatasan penelitian ini adalah 1) Penelitian ini ditujukan untuk mengetahui



apakah terdapat perilaku *herding* pada investasi saham di Indonesia pada saat mengambil keputusan investasi. Perilaku tersebut ditunjukkan dengan adanya nilai *herding* yang dihasilkan dari ukuran yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004); 2) Pengukuran kinerja keuangan perusahaan menggunakan tiga ukuran saja yaitu ROE, PER, dan EPS; 3) Investor institusional yang berinvestasi pada saham yang *listing* di BEI biasanya kurang dari lima investor institusional sehingga pengujian perilaku *herding* investor menjadi sangat terbatas; 4) Sampel yang digunakan sangat terbatas karena mendasarkan pada perusahaan yang mengeluarkan laporan triwulanan, sedangkan perusahaan yang mengeluarkan laporan triwulanan di BEI hanya 90 perusahaan dan hanya 20 perusahaan dengan empat observasi yang memenuhi kriteria pengambilan sampel.

#### Saran

Terdapat beberapa saran penelitian bagi penelitian selanjutnya. Hal-hal yang dapat dikembangkan dan diperbaiki dari penelitian ini adalah 1) Penelitian *herding* pada saham masih sangat jarang dengan sedikitnya temuan-temuan empiris tentang perilaku *herding*, maka replikasi penelitian ini dengan inovasi-inovasi penelitiannya sangat penting untuk dilakukan, terutama untuk mendapatkan kepastian tentang perilaku *herding* berdasarkan reputasi; 2) Pengujian perilaku *herding* dilakukan dengan menambahkan ukuran lain, misalnya ukuran *herding* lain seperti Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1992), sehingga kedua ukuran *herding* tersebut (LSV, 1992 dan Sias, 2004) dapat dibandingkan; 3) Penelitian selanjutnya sebaiknya menambah jumlah sampel dengan memasukkan perusahaan lain dari berbagai jenis industri dengan menggunakan sumber lain yang lebih lengkap; 4) Variabel kinerja keuangan perusahaan yang digunakan dapat ditambah dengan rasio-rasio lain (selain ROE, PER, dan EPS) sehingga dapat lebih mewakili kinerja keuangan itu sendiri.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Algifari. 2007. *Analisis Statistik untuk Bisnis*. BPFE. Yogyakarta.
- Amilia dan Kristijadi. 2003. "Peran Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Kondisi Distress" *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 19, No.4: 323-340.
- Banerjee, A. 1992. "A Simple Model of Herd Behavior." *Quarterly Journal of Economics*. 107: 797-817.
- Blake, Christopher R; dan Morey, Matthew R 2000. "Morningstar Ratings and Mutual Fund Performance." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, No. 3.
- Brown, Stephen J; dan Goetzmann, William N. 1995. "Performance Persistence." *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 2.
- Brown, Nerissa C.; Kelsey D; Wei; dan Wermers, Russ. 2007. "Analyst Recommendations, Mutual Fund *Herding*, and Overreaction in Stock Prices." *Published working paper*. University of Maryland.
- Carhart, Mark M. 1997. "On Persistence in Mutual Fund Performance." *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1.
- Choi, Nichole; Sias, Richard W. 2008. "Institutional Industry *Herding*." *The Review of Financial Studies*. Vol.17: 165-206.
- Daniel, Kent; Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; dan Wermers, Russ. 1997. "Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-based Benchmarks." *Journal of Finance*. Vol. 52: 1035-1058.
- Elton, Edwin J; Gruber, Martin J; Blake, Christoper. 1995. "The Persistence of Risk-adjusted Mutual Fund Performance." *Working Paper Series*. New York University.

- Graham, John R. 1999. "Herding Among Investment Newsletters: Theory and Evidence." *Journal of Finance*. Forthcoming.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan. 1988. "Mutual Fund Performance: An Analysis of Monthly Returns." *Published working paper*. University of California, Los Angeles.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan. 1989. "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings." *Journal of Business*. Vol. 62: 394-415.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan. 1992. "The Persistence of Mutual Fund Performance." *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5.
- Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; dan Wermers, Russ. 1995. "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior." *American Economic Review*. Vol. 85: 1088-1105.
- Hanafi, Mamduh, M. 2003. "Herding Between Institutional and Individual Investor: The Japanese Case." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 18, No.4: 323-340.
- Jagric *et al.* 2007. "Risk Adjusted Performance of Mutual Funds: Some Test." *South-Eastern Europe Journal of Economics* 2: 233-244.
- Klemkosky, Robert C. 1977. "The Impact and Efficiency of Institutional Net Trading Imbalances." *Journal of Finance*. Vol 32, 79-86.
- Kothari, S. P; dan Warner, Jerold B. 2001. "Evaluating Mutual Fund Performance." *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 5
- Kraus, Alan; dan Stoll, Hans R. 1972. "Parallel Trading by Institutional Investors." *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*. Vol. 7: 2107-2138.
- Kusumawardhani, A. 2000. "Hubungan Kinerja Keuangan dengan Perubahan Harga Saham Sebelum dan Selama Krisis Moneter". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*.
- Lakonishok, Josef; Shleifer, Andrei; Thaler, Richard; dan Vishny, Robert W. 1991. "Window Dressing by Pension Fund Managers." *American Economic Review*. 81: 227-231.
- Lakonishok, Josef; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert W. 1992. "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices." *Journal of Financial Economics*. 32: 23-44.
- Li, Xi. 2002. "Performance, Herding, and Career Concerns of Individual Financial Analysts". *Journal of Financial Economics*.
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earning Changes in Indonesia. *Kelola* No. 7.
- Nimas *et al.* 1998. "Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Harga Saham pada Perusahaan Go Public di BEJ". *Jurnal Ekonomi Keuangan*.
- Nofsinger, John R. dan Sias Richard W. 1998. "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors." *Published working paper*. Washington State University.
- Oehler, A., Chao dan George G.C. 2000. "Institutional Herding in Bond Markets." *Published working paper*. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Puckett, A. dan Yan, X.S. 2007. "The Impact of Short-term Institutional Herding." *Published working paper*. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Purnomo, Y. 1998. "Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham (Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ (1992-1996). *Manajemen Usahawan Indonesia*. No. 12: 33-38.

- Rudiningtyas, Dyah, A. 2003. "Perilaku *Herding* Pada Keputusan Struktur Modal Perusahaan." *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi*. Vol.2, No.1.
- Scharfstein, David S. dan Jeremy C. Stein. 1990. "Herd Behavior and Investment." *American Economic Review*. 80: 465-479.
- Sias, Richard, W. 2004. "Institutional *Herding*." *The Review of Financial Studies*. 17: 165-206.
- Trueman, Brett. 1994.. "Analyst Forecasts and *Herding* Behavior." *The Review of Financial Studies*. 7: 97-124.
- Wermers, Russ. 1999. "Mutual Fund *Herding* and the Impact on Stock Prices." *Journal of Finance*. 54: 581-622.

## UTANG DAN DIVERGENSI HAK KONTROL DARI HAK ALIRAN KAS

**Baldrick Siregar**

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta  
Jalan Seturan Yogyakarta 55281  
Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155  
E-mail: siregar@accountant.com

### ABSTRACT

This paper examines the leverage of firms with agency problems associated with the divergence in the controlling shareholders' control and cash-flow rights. Previous studies suggest that, when control rights separated from cash flow rights, debt can serve as a mechanism allowing controlling shareholders to exploit minority shareholders. Based on the collected sample of listed firms traded in the Indonesia Stock Exchanges, the paper examines the issue. In this study, be found that firms with higher divergence in control and cash-flow rights use significantly more debt financing. Moreover, controlling shareholders who have the divergence and participate in management as well tend to use more leverage to expropriate other shareholders.

**Keywords:** expropriation, leverage, controlling shareholder, ultimate ownership, immediate ownership, cash flow rights, control rights, cash flow right leverage

### PENDAHULUAN

Teori keagenan awal, misalnya yang dikembangkan oleh Berle dan Means (1932), didasarkan pada asumsi bahwa kepemilikan perusahaan publik tersebar. Pada perusahaan dengan kepemilikan tersebar, kontrol berada di tangan manajer. Pemegang saham, secara individual, tidak mampu secara efektif mengendalikan manajer. Masalah keagenan dalam kondisi kepemilikan

tersebar ini adalah konflik antara pemegang saham dengan manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Akan tetapi, fenomena kepemilikan tersebar tidak terdapat di semua negara. Di hampir semua negara di dunia terdapat fenomena kepemilikan terkonsentrasi di tangan pemegang saham pengendali (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000a; Faccio dan Lang, 2002. Lebih lanjut lagi, konsentrasi kepemilikan ini tidak dilakukan melalui kepemilikan langsung melainkan melalui kepemilikan piramida. Kepemilikan piramida adalah kepemilikan terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain. Dalam kepemilikan piramida terdapat lapisan-lapisan kepemilikan sehingga sulit mengidentifikasi siapa sesungguhnya pemilik paling akhir sebuah perusahaan.

Pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, apalagi konsentrasi kepemilikan yang dilakukan secara tidak langsung, terdapat pemegang saham besar yang mampu mengendalikan perusahaan. Pemegang saham besar ini disebut pemegang saham pengendali karena mampu mengendalikan kebijakan pokok dan aktivitas operasi perusahaan. Bahkan manajer perusahaan merupakan bagian dari pemegang saham pengendali itu sendiri. Pemegang saham pengendali dapat mengendalikan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi dan mengorbankan kepentingan pemegang saham non-pengendali. Oleh karena itu, konflik keagenan pokok dalam kepemilikan terkonsentrasi adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non-pengendali. Konflik ini muncul karena adanya potensi pemegang saham pengendali untuk

mendapatkan manfaat privat melalui ekspropriasi.<sup>1</sup>

Pemegang saham pengendali yang mengendalikan perusahaan melalui kepemilikan piramida, memiliki hak kontrol yang mungkin tidak sama dengan hak aliran kas.<sup>2</sup> Divergensi ini muncul karena pemegang saham pengendali memiliki perusahaan melalui perusahaan lain sehingga kepemilikannya terhadap suatu perusahaan semakin kecil dengan berlapis-lapisnya kepemilikan sementara kemampuannya mengendalikan perusahaan tetap besar karena diwakili oleh orang yang sama atau bagian dari keluarga. Hak aliran kas menggambarkan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk mengendalikan perusahaan dengan baik. Sebaliknya, hak kontrol menggambarkan potensi bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Penelitian ini bermaksud untuk mengkaji sejauh mana implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

#### MATERI DAN METODE PENELITIAN

Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas adalah perkalian persentase kepemilikan pemegang saham dalam setiap jalur kepemilikan. Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak kontrol adalah kepemilikan minimum pemegang saham dalam setiap jalur kepemilikan. Dalam kepemilikan piramida, kedua hak ini dapat berbeda dan perbedaan tersebut dinamai *leverage* hak aliran kas. Apabila terdapat *leverage* hak aliran kas, pemegang saham pengendali dapat mengendalikan sebuah perusahaan lebih besar dari kepemilikannya terhadap perusahaan tersebut.

Sebagai ilustrasi, Bambang adalah pemilik PT A sebesar 50%. Selanjutnya PT A memiliki PT B sebesar 40%. Kemudian PT B memiliki PT C sebanyak 30%. Hak aliran kas Bambang adalah 50% di PT A, 20% (50%

x 40%) di PT B, 6% (50% x 40% x 30%) di PT C. Hak kontrol Bambang adalah 50% di PT A, 40% (minimum antara 50% dan 40%) di PT B, 30% (minimum antara 50%, 40%, dan 30%) di PT C. Kepemilikan Bambang di PT C adalah 6% (dicerminkan oleh hak aliran kas), sementara kemampuan Bambang mengendalikan PT C adalah 30% (dicerminkan oleh hak kontrol). Divergensi hak kontrol dari hak aliran kas sebesar 24% (30% - 6%) menggambarkan *leverage* hak aliran kas. Semakin besar divergensi ini, maka semakin besar potensi pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi untuk mendapatkan manfaat privat. Manfaat privat ini diperoleh oleh pemegang saham pengendali sepenuhnya sementara dampak negatif dari ekspropriasi tersebut hanya ditanggung sebesar kepemilikannya.

Implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang dilakukan oleh berbagai studi, misalnya Faccio *et al.* (2003), Boubaker (2003), Bunkanwanicha *et al.*, (2003), Yeh (2003), Harvey *et al.* (2004), serta Du dan Dai (2005). Pada dasarnya ada dua argumen tentang implikasi konsentrasi kepemilikan terhadap utang perusahaan. Argumen pertama adalah bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak pada semakin kecilnya utang perusahaan. Apabila kepemilikan terkonsentrasi, perusahaan semakin tidak mengandalkan utang karena takut risiko kebangkrutan sehingga pendanaan melalui utang bukanlah pilihan utama. Ketakutan ini muncul karena apabila risiko kebangkrutan menjadi nyata, maka pemegang saham pengendali merupakan pihak yang paling merasakan dampak buruk kebangkrutan tersebut. Temuan Du dan Dai (2005) sejalan dengan argumen ini, yaitu pemegang saham pengendali berusaha mengendalikan perusahaan agar utang tidak terlalu besar untuk menghindari risiko kebangkrutan. Argumen ini sejalan dengan konsentrasi kepemilikan apabila konsentrasi yang ada di tangan pemegang saham pengendali adalah konsentrasi hak aliran kas.

Argumen kedua adalah bahwa konsentrasi kepemilikan berimplikasi pada utang perusahaan yang

<sup>1</sup> Ekspropriasi (*expropriation*) adalah proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b).

<sup>2</sup> Hak aliran kas (*cash flow right*) adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan. Hak kontrol (*control right*) adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan perusahaan. Deviasi hak aliran kas dari hak kontrol dinamai *cash flow right leverage* (La Porta *et al.*, 1999).

besar. Apabila konsentrasi kepemilikan ada di tangan pemegang saham pengendali, maka pemegang saham pengendali tertarik untuk melakukan pendanaan melalui utang untuk mempertahankan kontrolnya di perusahaan. Kontrol dapat digunakan untuk memperoleh manfaat privat melalui ekspropriasi. Karena kontrol menghasilkan manfaat privat, pemegang saham pengendali tertarik untuk mempertahankan kontrol yang dimilikinya. Dengan pendanaan melalui utang, kontrol pemegang saham pengendali tidak akan terdilusi. Pemegang saham pengendali dapat mempertahankan kontrol sementara pendanaan perusahaan tetap terpenuhi. Motivasi pemegang saham pengendali untuk tetap mempertahankan kontrol semakin tinggi apabila semakin besar deviasi antara hak kontrol dari hak aliran kas. Sejalan dengan pernyataan Faccio *et al.* (2003), argumen ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali menggunakan utang sebagai mekanisme untuk melakukan ekspropriasi. Argumen mempertahankan kontrol melalui pendanaan utang juga konsisten dengan pernyataan Shleifer dan Vishny (1997), Harvey *et al.* (2004), serta Du dan Dai (2005).

Faccio *et al.* (2003) menguji divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang dengan menggunakan data kepemilikan perusahaan Eropa dan Asia. Faccio *et al.* (2003) berargumen bahwa peran utang dalam tata kelola perusahaan tergantung pada struktur kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan. Apabila kepemilikan perusahaan tersebar, utang membatasi ekspropriasi. Sebaliknya, apabila kepemilikan perusahaan terkonsentrasi, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Pada saat kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham pengendali mampu secara efektif mempengaruhi kebijakan perusahaan, salah satunya kebijakan pendanaan.

Faccio *et al.* (2003) mengkaji kemungkinan terjadinya ekspropriasi berdasarkan dua isu, yaitu apakah utang membatasi atau memfasilitasi ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali serta apakah keputusan utang didominasi oleh pemegang saham pengendali atau pemasok dana eksternal. Isu pertama terkait dengan pengkajian pertama terkait dengan sejauh mana implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap kebijakan utang perusahaan. Pada isu ini, pengkajian dilakukan pada kondisi apa perusahaan memiliki utang lebih besar. Isu kedua terkait

dengan efektivitas institusi pasar modal. Karakteristik pasar modal yang efektif adalah adanya transparansi dan perlindungan hukum terhadap pemegang saham dan investor. Apabila transparansi tinggi, misalnya rantai kepemilikan dan pemegang saham pengendali dapat diidentifikasi dengan baik, maka pelaku pasar dapat mengantisipasi potensi risiko ekspropriasi yang terjadi. Lebih lanjut, apabila perlindungan hukum baik, pemegang saham non-pengendali dan kreditor lebih waspada dan mampu menekan pemegang saham pengendali untuk tidak melakukan ekspropriasi.

Bukti empiris yang ditemukan oleh Faccio *et al.* (2003) adalah divergensi hak kontrol dari hak aliran kas merupakan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi melalui utang. Afiliasi perusahaan terhadap grup bisnis berimplikasi pada pendanaan utang yang besar. Selain itu, semakin tidak efektif pasar modal semakin besar kemungkinan ekspropriasi. Divergensi hak kontrol dari hak aliran kas berimplikasi pada ekspropriasi. Ketidakefektifan pasar modal juga berimplikasi pada terjadinya ekspropriasi. Faccio *et al.* (2003) menyimpulkan bahwa, baik di Eropa maupun di Asia, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi.

Pada studi Harvey *et al.* (2004) diformulasi masalah keagenan yang ekstrim yang ditunjukkan oleh besarnya divergensi hak kontrol dari hak aliran kas. Semakin besar divergensi hak kontrol dari hak aliran kas maka semakin ekstrim masalah keagenan, sebaliknya semakin kecil divergensi hak kontrol dari hak aliran kas semakin tidak ekstrim masalah keagenan. Harvey *et al.* (2004) mencoba mengkaji apakah utang merupakan mekanisme tata kelola dalam perusahaan yang memiliki masalah keagenan ekstrim. Harvey *et al.* (2004) sengaja menggunakan sampel perusahaan di negara berkembang karena konteks kepemilikan di negara berkembang cocok dijadikan untuk mencari jawaban tentang kemungkinan ekspropriasi melalui utang. Studi Harvey *et al.* (2004) membuktikan bahwa utang dapat memitigasi penurunan nilai perusahaan karena adanya divergensi hak kontrol dari hak aliran kas. Hal ini ditunjukkan dengan terdapatnya hubungan positif antara utang dengan nilai perusahaan. Ekspropriasi melalui utang berdampak bagi nilai perusahaan.

Konsentrasi kepemilikan pada perusahaan di Amerika Serikat sangat kecil. Karena konsentrasi



kepemilikan rendah, maka penelitian tentang divergensi hak kontrol dari hak aliran kas dengan menggunakan data Amerika Serikat tidak dapat dilakukan karena selisih antara kedua hak relatif tidak ada. Fenomena konsentrasi kepemilikan di Asia menjadi daya tarik tersendiri bagi Du dan Dai (2005) untuk menguji tentang implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang. Ketertarikan ini juga muncul karena fenomena penyimpangan dari ungkapan “satu saham satu suara” yang terjadi karena hak kontrol melebihi hak aliran kas.

Du dan Dai (2005) menguji implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap kebijakan utang perusahaan. Du dan Dai (2005) berargumen bahwa implikasi konsentrasi kepemilikan terhadap utang tergantung pada motif pemegang saham pengendali. Apabila motif pemegang saham pengendali adalah motif non-dilusi, kebijakan utang bertujuan untuk mempertahankan hak kontrol pemegang saham pengendali dalam perusahaan. Perusahaan akan mencari dana dari utang untuk agar kontrol pemegang saham pengendali dapat dipertahankan. Motif non-dilusi muncul pada saat konsentrasi yang terjadi adalah konsentrasi hak kontrol dan terjadi divergensi antara hak kontrol dari hak aliran kas. Apabila motif pemegang saham pengendali adalah motif menghindari risiko kebangkrutan, maka utang bukan sumber pendanaan andalan. Dengan motif ini, pemegang saham pengendali tidak tertarik untuk membuat utang perusahaan tinggi karena hal ini berdampak pada semakin tingginya risiko kebangkrutan. Motif menghindari risiko kebangkrutan ini muncul ketika konsentrasi hak aliran kas. Bukti empiris yang ditemukan oleh Du dan Dai (2005) adalah utang lebih kecil apabila terjadi konsentrasi hak aliran kas dan utang lebih besar apabila terdapat divergensi antara hak kontrol dari hak aliran kas.

Hak yang terkonsentrasi di tangan pemegang saham pengendali dapat merupakan hak aliran kas. Semakin besar utang, semakin besar kemungkinan perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan. Pemegang saham pengendali adalah pihak yang paling merasakan dampak keuangan apabila risiko kebangkrutan tersebut terjadi, proporsional dengan hak aliran kasnya. Oleh karena itu, semakin besar hak aliran kas, semakin besar usaha pemegang saham pengendali untuk menghadapi kemungkinan terjadinya risiko kebangkrutan karena bertambahnya utang. Akan tetapi,

hak kontrol menunjukkan besarnya insentif pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat. Karena hak kontrol menghasilkan manfaat privat, pemegang saham pengendali termotivasi untuk mempertahankan (non-dilusi) hak kontrolnya. Utang merupakan sarana agar hak kontrol pemegang saham pengendali tidak terdilusi. Divergensi hak kontrol dari hak aliran kas menunjukkan terjadinya mekanisme peningkatan hak kontrol melebihi hak aliran kas. Peningkatan hak kontrol melebihi hak aliran kas menunjukkan peningkatan manfaat privat yang dapat diperoleh oleh pemegang saham pengendali. Peningkatan utang menyebabkan hak kontrol pemegang saham pengendali tetap besar, sementara kemungkinan risiko kebangkrutan yang dihadapi proporsional dengan hak aliran kas. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

**H1a:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih besar daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih kecil.

**H1b:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih besar.

**H1c:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang tidak memiliki *leverage* hak aliran kas daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas.

Apabila hak kontrol sama dengan hak aliran kas maka tidak terdapat divergensi. Namun apabila hak kontrol berbeda dari hak aliran kas maka muncul insentif untuk melakukan ekspropriasi. Insentif untuk melakukan ekspropriasi ini semakin besar apabila hak kontrol semakin jauh dari hak aliran kas. Insentif untuk melakukan ekspropriasi juga semakin besar apabila pemegang saham pengendali juga terlibat dalam manajemen. Dengan keterlibatan dalam manajemen, pemegang saham pengendali semakin leluasa untuk melakukan ekspropriasi. Selain itu, tindakan

ekspropriasi juga semakin tidak terbatas apabila tidak ada pemegang saham pengendali besar lainnya dalam perusahaan. Ketidakadaan pemegang saham besar kedua menyebabkan tidak ada tekanan yang memadai terhadap pemegang saham pengendali dari pemegang saham lainnya. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

**H2a:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih besar.

**H2b:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak terlibat dalam manajemen daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tetapi terlibat dalam manajemen.

**H2c:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan.

Data yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini meliputi total utang, total aset, dan persentase kepemilikan. Data tersebut diambil dari perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode enam tahun mulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2005. Data utang, aset, dan kepemilikan imediat (kepemilikan langsung) diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan, sedangkan data kepemilikan ultimat (kepemilikan tidak langsung) diperoleh dari Kementerian Keuangan RI, *website* perusahaan, dan Osiris.

Variabel utama penelitian adalah LEV (utang). Utang merupakan kewajiban perusahaan yang akan dipenuhi dengan mentransfer aset atau memberikan jasa kepada pihak lain di masa datang. Utang diproksi sebagai rasio total utang terhadap total aktiva (total utang/total aktiva). Pengukuran ini mengacu terhadap Faccio *et al.* (2003). Variabel utang diuji dengan uji beda. Uji beda dilakukan berdasarkan enam klasifikasi, yaitu besar kecilnya hak aliran kas pemegang saham pengendali, besar kecilnya hak kontrol pemegang saham pengendali, keberadaan *leverage* hak aliran kas, besar kecilnya *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali, keterlibatan pemegang saham pengendali pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas dalam manajemen, serta keberadaan pemegang saham pengendali kedua pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas.

**Tabel 1**  
**Kaitan antara Hipotesis Penelitian dan Nilai Utang**

	Hipotesis	Utang Lebih Kecil	Utang Lebih Besar
H1a	Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Lebih Besar	Lebih Kecil
H1b	Hak Kontrol Pemegang Saham Pengendali	Lebih Kecil	Lebih Besar
H1c	<i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Tidak Ada	Ada
H2a	<i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Lebih Kecil	Lebih Besar
H2b	Ada <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Pemegang Saham Pengendali tidak Terlibat dalam Manajemen	Pemegang Saham Pengendali Terlibat dalam Manajemen
H2c	Ada <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Ada Pemegang Saham Pengendali Kedua	Tidak Ada Pemegang Saham Pengendali Kedua

Hak aliran kas (CFR) merupakan klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas = hak aliran kas langsung + hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung = persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung = perkalian persentase kepemilikan pemegang saham dalam setiap rantai kepemilikan. Hak kontrol (CR) merupakan hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Sejalan dengan La Porta *et al.* (1999), Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) (dalam PSAK 4, PSAK 7, PSAK 22, dan PSAK 38) mendefinisikan kontrol sebagai hak suara untuk menentukan kebijakan keuangan dan operasi suatu perusahaan agar dapat menikmati manfaat dari kegiatan perusahaan tersebut. Hak kontrol = hak kontrol langsung + hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung = persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya. Hak kontrol tidak langsung = jumlah kepemilikan minimum dalam setiap rantai kepemilikan, sedangkan *leverage* hak aliran kas (CFRL) merupakan deviasi hak aliran kas dari hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham dengan menggunakan berbagai mekanisme kepemilikan. *Leverage* hak aliran kas = hak kontrol – hak aliran kas. Pengukuran ini mengacu pada La Porta *et al.* (2002) dan Claessens *et al.* (2002).

Peneliti membagi sampel menjadi dua bagian untuk menentukan besar kecilnya hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas. Khusus terhadap klasifikasi *leverage* hak aliran kas, peneliti hanya menggunakan sampel yang pemegang saham pengendalnya memiliki *leverage* hak aliran kas. Sebanyak 50% dari sampel dengan hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas tertinggi dikategorikan sebagai hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas yang besar. Sebaliknya, sebanyak 50% dari sampel yang pemegang saham pengendalnya memiliki hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas terendah dikategorikan sebagai hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas yang kecil.

Klasifikasi keberadaan *leverage* hak aliran kas ditentukan berdasarkan perbandingan antara hak kontrol dengan hak aliran kas. Apabila hak kontrol lebih besar dari hak aliran kas, maka dikategorikan bahwa

terdapat *leverage* hak aliran kas. Sebaliknya, apabila hak kontrol tidak melebihi hak aliran kas, maka dikategorikan bahwa tidak terdapat *leverage* hak aliran kas. Peneliti menentukan keterlibatan pemegang saham pengendali pada manajemen apabila pemegang saham pengendali tercatat sebagai direksi. Keberadaan pemegang saham pengendali kedua ditentukan apabila ada pemegang saham besar lainnya di perusahaan pada pisah batas hak kontrol 20% yang telah ditentukan.

Peneliti menggunakan pisah batas hak kontrol 20% untuk mengklasifikasi apakah kepemilikan dalam perusahaan tersebar atau terkonsentrasi. Pisah batas hak kontrol 20% cukup beralasan karena beberapa sebelumnya membuktikan bahwa cukup efektif dengan 20% (La Porta *et al.*, 2002; Claessens *et al.*, 2000b). Pemegang saham pengendali dinyatakan sebagai pemegang saham pengendali apabila memiliki hak kontrol 20% atau lebih. Pemegang saham pengendali meliputi keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, dan pemegang saham pengendali lainnya. Pemegang saham pengendali lain dapat meliputi investor asing, koperasi, dan karyawan. Peneliti menggunakan kesamaan nama belakang, hubungan perkawinan, dan kesamaan alamat rumah untuk mengidentifikasi satu kesatuan pemegang saham pengendali keluarga.

Hipotesis penelitian diuji dengan *t-test* untuk mencari bukti empiris apakah terdapat perbedaan rerata utang berdasarkan kategori yang ditentukan. Uji beda rerata adalah metode yang digunakan untuk menguji kesamaan rerata dari dua populasi yang bersifat independen. Karena sampel penelitian adalah sampel yang independen, maka uji beda rerata yang digunakan adalah *t-test* untuk sampel independen. Formula dalam uji beda rerata *t-test* ditentukan sebagai berikut:

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{\frac{S_{x_1}^2}{n_1} + \frac{S_{x_2}^2}{n_2}}}$$

P-value digunakan sebagai dasar untuk menarik simpulan secara statistis. Rumusan hipotesis adalah  $H_0; \mu_1 = \mu_2$  dan  $H_a; \mu_1 \neq \mu_2$ . Apabila p-value lebih besar

dari alpha 10%, maka hipotesis nol ( $H_0; \mu_1 = \mu_2$ ) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan rerata dividen diterima. Sebaliknya, apabila p-value lebih kecil dari alpha 10%, maka hipotesis nol yang menyatakan tidak terdapat perbedaan rerata dividen ditolak.

## HASIL PENELITIAN

Deskripsi variabel penelitian disajikan pada Tabel 2. Pada peraga tersebut terlihat bahwa perusahaan di Indonesia, pada periode penelitian, memiliki rerata utang 65,82% dibandingkan dengan total aset perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa banyak perusahaan di Indonesia yang mengandalkan pendanaan melalui utang. Bahkan ada perusahaan yang memiliki utang hampir sama dengan aset perusahaan. Besarnya utang ini terkait dengan dampak krisis ekonomi yang menyebabkan utang perusahaan membengkak karena peningkatan kurs valuta asing pada awal tahun 2000an. Selain tentang tingginya utang, besarnya *leverage* hak aliran kas juga merupakan indikator penting yang menggambarkan struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia. *Leverage* hak aliran kas yang memiliki nilai rerata sebesar 11,29% menunjukkan bahwa umumnya pemegang saham pengendali mengendalikan perusahaan dengan hak kontrol lebih besar daripada hak aliran kas yang dimiliki pemegang saham pengendali tersebut. Angka ini mendukung fenomena yang terjadi bahwa struktur kepemilikan di Indonesia bersifat piramida. Kepemilikan piramida menggambarkan kepemilikan tidak langsung seseorang terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lainnya.

Hasil pengujian hipotesis disajikan di Tabel 3.

Hipotesis 1a memprediksi bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih besar daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih kecil. Bukti empiris menunjukkan bahwa ada perbedaan rerata utang antara perusahaan dengan hak aliran kas besar dan perusahaan dengan hak aliran kas kecil. Perbedaan utang tersebut terbukti signifikan secara statistik. Namun temuan empiris ini terbalik dari prediksi dalam hipotesis. Utang justru lebih kecil pada saat pemegang saham pengendali perusahaan memiliki hak aliran kas lebih kecil. Karena arahnya berlawanan, maka dapat dikatakan bahwa hipotesis 1a tidak didukung secara empiris.

Prediksi dalam hipotesis 1b adalah bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih besar. Bukti empiris menunjukkan bahwa rerata utang perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali dengan hak kontrol kecil memang memiliki utang lebih kecil daripada rerata utang perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali dengan hak kontrol besar. Namun perbedaan rerata utang ini tidak signifikan secara statistik. Walaupun arah matematika rerata utang sejalan dengan prediksi dalam hipotesis, namun karena perbedaan utang tidak signifikan, maka hipotesis 1b tidak didukung.

Pada hipotesis 1c dinyatakan bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang tidak memiliki *le-*

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif**

Variabel	LEV	CFR	CR	CFRL	MAN	CS2
Rerata	65.82	49.63	60.85	11.29	0.34	0.13
Minimum	10.00	0.39	20.55	0.00	0.00	0.00
Maksimum	99.98	99.36	99.87	79.71	1.00	1.00
<i>Standard Deviasi</i>	24.30	22.66	19.27	15.91	0.47	0.34
N	1230	1230	1230	1230	1230	1230

**Sumber:** Data penelitian. Diolah.

**Tabel 3**  
**Hasil Pengujian Hipotesis**

Hipotesis		Rerata Utang	Signifikansi	Keterangan
H1a	CFL – Lebih Besar	67.78%	0.006	Tidak Sesuai Prediksi
	CFR – Lebih Kecil	63.86%		
H1b	CR – Lebih Kecil	65.28%	0.320	Tidak Sesuai Prediksi
	CR – Lebih Besar	66.36%		
H1c	CFRL – Tidak Ada	63.91%	0.627	Tidak Sesuai Prediksi
	CFRL – Ada	67.14%		
H2a	CFRL – Lebih Kecil	66.57%	0.063	Sesuai Prediksi
	CFRL – Lebih Besar	67.70%		
H2b	CFRL – Non Manajemen	60.95%	0.000	Sesuai Prediksi
	CFRL – Manajemen	72.33%		
H2c	CFRL – Ada CS2	67.79%	0.096	Tidak Sesuai Prediksi
	CFRL – Tidak Ada CS2	64.78%		

**Sumber:** Rangkuman hasil pengujian hipotesis.

*verage* hak aliran kas daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas. Data mendukung pernyataan bahwa utang perusahaan lebih kecil apabila pemegang saham pengendali memiliki perusahaan secara langsung dibandingkan apabila pemegang saham pengendali memiliki perusahaan secara tidak langsung. Walaupun rerata utang berbeda secara matematis, perbedaan rerata utang ini tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa hipotesis 1c tidak didukung secara empiris.

Seperti diprediksi dalam hipotesis 2a, utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih besar. Adanya *leverage* hak aliran kas menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali mengendalikan suatu perusahaan melalui kepemilikan tidak langsung. Semakin tinggi rangkaian kepemilikan tidak langsung menyebabkan semakin besarnya *leverage* hak aliran kas. Bukti empiris mendukung pernyataan bahwa *leverage* hak aliran kas yang besar menyebabkan pemegang saham pengendali semakin mengandalkan pendanaan melalui utang.

Sama dengan hipotesis 2a, hipotesis 2b juga didukung secara empiris. Pada hipotesis 2b dinyatakan bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang

dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak terlibat dalam manajemen daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tetapi terlibat dalam manajemen. Pada saat memiliki *leverage* hak aliran kas dan juga terlibat dalam manajemen, pemegang saham pengendali semakin tidak khawatir dengan pendanaan melalui utang yang besar karena risiko kebangkrutan tidak ditanggungsya proporsional dengan kepemilikannya.

Prediksi dalam hipotesis 2c tidak didukung sepenuhnya. Peneliti memprediksi bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan. Prediksi ini didasarkan pada argumen bahwa pemegang saham pengendali tunggal, tanpa pengawasan dari pemegang saham besar lainnya, semakin mampu mengeskpropriasi pemegang saham non- pengendali melalui utang. Memang secara empiris terbukti bahwa ada perbedaan rerata utang antara perusahaan dengan pemegang saham pengendali tunggal dengan utang perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali kedua. Namun arah perbedaan tersebut berlawanan sehingga



prediksi dalam hipotesis ini tidak terdukung.

## PEMBAHASAN

Tindakan ekspropriasi pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham non-pengendali terjadi dengan tujuan untuk memperoleh manfaat privat bagi pemegang saham pengendali. Tindakan ekspropriasi ini dapat dilakukan melalui kebijakan utang. Pada saat seorang pemegang saham pengendali mampu mengendalikan perusahaan dengan kepemilikan yang lebih rendah dari kemampuannya mengendalikan perusahaan tersebut, ia memiliki insentif untuk melakukan tindakan ekspropriasi melalui utang. Insentif ini muncul karena risiko kebangkrutan yang ditanggung oleh pemegang saham pengendali tidak sebesar kepemilikannya. Pada saat kepemilikan seorang pemegang saham pengendali lebih kecil dari kemampuannya mengendalikan perusahaan, pemegang saham pengendali tersebut terdorong untuk mengandalkan pendanaan utang karena ia tidak menanggung lebih besar dampak dari tindakannya apabila risiko kebangkrutan benar-benar terjadi.

Indikasi tindakan ekspropriasi dikaji berdasarkan analisis terhadap hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali. Indikasi tindakan ekspropriasi juga dikaji berdasarkan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen dan keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Tindakan ekspropriasi diimplikasikan terjadi apabila utang lebih besar pada saat hak aliran kas lebih kecil, hak kontrol lebih besar, ada *leverage* hak aliran kas, dan *leverage* hak aliran kas lebih besar. Tindakan ekspropriasi juga diimplikasikan terjadi apabila utang lebih besar pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas dan sekaligus pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen serta tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan.

Bukti empiris tidak mendukung dugaan bahwa utang lebih besar pada saat pemegang saham pengendali memiliki hak aliran kas lebih kecil (hipotesis 1a) serta pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tidak diawasi oleh pemegang saham pengendali kedua (hipotesis 2b). Analisis lebih lanjut terhadap data menunjukkan hal yang berlawanan. Berdasarkan analisis data, tren rerata utang bergerak

lebih tinggi justru pada saat pemegang saham pengendali memiliki hak aliran kas besar dan sebaliknya utang lebih kecil pada saat hak aliran kas perusahaan kecil. Analisis lebih lanjut terhadap data juga menunjukkan bahwa rerata utang lebih besar pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Bukti empiris ini mengindikasikan dugaan bahwa seorang pemegang besar melakukan koalisi dengan pemegang saham pengendali besar lainnya sehingga antarpemegang saham besar terjadi kerja sama untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham kecil. Kajian lebih mendalam terhadap kemungkinan koalisi ini perlu dilakukan pada penelitian lebih lanjut.

Dukungan yang lemah tentang tindakan ekspropriasi diperoleh melalui kajian terhadap hak kontrol dan *leverage* hak aliran kas. Tindakan ekspropriasi diimplikasikan terjadi apabila utang lebih besar pada saat hak kontrol pemegang saham pengendali lebih besar (hipotesis 1b) dan ada *leverage* hak aliran kas yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali tersebut (hipotesis 1c). Data empiris menunjukkan bahwa hal prediksi ini dapat didukung. Namun dukungan tersebut lebih besar karena secara matematis memang utang lebih besar pada saat hak kontrol pemegang saham pengendali lebih besar dan ada *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali. Analisis lebih lanjut terhadap data memang menunjukkan arah utang yang meningkat apabila pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol besar dan *leverage* hak aliran kas dibandingkan apabila pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol kecil dan tidak memiliki *leverage* hak aliran kas. Namun karena perbedaan utang tersebut tidak didukung secara statistik, maka bukti empiris lemah dalam mendukung pernyataan dalam hipotesis.

Indikasi ekspropriasi yang dilakukan pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham non-pengendali terlihat jelas berdasarkan kajian terhadap besaran *leverage* hak aliran kas dan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen. Keberadaan *leverage* memang kurang mampu membuktikan adanya ekspropriasi. Namun setelah dibandingkan *leverage* hak aliran kas yang besar terhadap *leverage* hak aliran kas yang kecil, maka terbukti bahwa tindakan ekspropriasi memang terjadi.



Pemegang saham pengendali belum mampu melakukan tindakan ekspropriasi apabila selisih antara kemampuan mengendalikan perusahaan dengan kepemilikan terhadap perusahaan tersebut kecil. Dengan kondisi seperti ini, tindakan ekspropriasi masih berdampak langsung dan besar bagi pemegang saham pengendali itu sendiri karena proporsi kepemilikannya yang besar relatif terhadap kemampuan kontrolnya.

Selanjutnya, tindakan ekspropriasi juga terlihat apabila pemegang saham pengendali juga bertindak sebagai direksi perusahaan. Dengan *leverage* hak aliran kas pemegang saham sudah mampu mengendalikan perusahaan sesuai dengan kepentingannya. Apabila ditambah dengan kondisi bahwa pemegang saham pengendali juga merupakan bagian dari direksi perusahaan, maka kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan tindakan ekspropriasi untuk kepentingannya semakin besar.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Ekspropriasi pemegang saham non-pengendali oleh pemegang saham pengendali merupakan fenomena yang nyata. Simpulan ini terlihat dari dua hal yang didukung secara empiris. Pertama, apabila pemegang saham pengendali mengendalikan perusahaan secara tidak langsung, ditunjukkan oleh besarnya *leverage* hak aliran kas, perusahaan cenderung memiliki utang yang lebih besar. Hal ini merupakan bukti bahwa pemegang saham pengendali tidak takut terhadap risiko kebangkrutan dengan utang yang besar karena mengetahui bahwa kepemilikannya lebih kecil daripada kemampuannya mengendalikan perusahaan. Kedua, pemegang saham pengendali yang memiliki perusahaan secara tidak langsung dan juga bagian dari manajemen itu sendiri cenderung mengandalkan pendanaan utang. Kemampuan pemegang saham pengendali untuk mengekspropriasi pemegang saham non-pengendali melalui utang semakin besar karena keterlibatannya dalam manajemen.

### Saran

Namun demikian, temuan empiris ini bukanlah tanpa kelemahan. Kelemahan tersebut terkait dengan

keterbatasan yang ada dalam penelitian ini. Keterbatasan pertama terkait dengan identifikasi pemegang saham pengendali. Mengidentifikasi pemegang saham pengendali melalui nama belakang, kesamaan alamat rumah, dan hubungan perkawinan, bukanlah identifikasi yang sempurna. Apabila *data-base* hubungan keluarga antarpemegang saham ada, maka identifikasi pemegang saham pengendali akan semakin baik. Keterbatasan kedua terkait dengan data tentang tindakan ekspropriasi. Penelitian ini tidak menggunakan aktivitas ekspropriasi itu sendiri karena dokumentasi tindakan ekspropriasi tidak tersedia. Pengujian dengan menggunakan implikasi keterkaitan utang dengan struktur kepemilikan untuk mengidentifikasi kemungkinan adanya ekspropriasi dapat menghasilkan pengujian yang kurang sempurna. Apabila tersedia, penggunaan tindakan ekspropriasi yang sesungguhnya dapat menghasilkan pengujian yang lebih baik.

## DAFTAR PUSTAKA

- Berle, Adolph dan Means, Gardiner. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York, N.Y.
- Boubaker, Sabri. 2003. "On the Relationship between Ownership-Control Structure and Debt Financing: New Evidence from France." Working Paper of University Paris XII-Val-de-Marne.
- Bulkanwanicha, Pramuan; Gupta, Jyoti; dan Rokhim, Rofikoh. 2003. "Debt and Entrenchment: Evidence from Thailand dan Indonesia." *Working Paper of University Paris 1-Pantheon-Sorbonne*.
- Claessens, Stijin; Djankov, Simeon; Fan, Joseph P.H.; dan Lang, Larry H.P. 2002. "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings." *Journal of Finance*. Vol. 57, No. 6: 2741-1771.
- Claessens, Stijin; Djankov, Simeon; dan Lang, Larry H.P. 2000a. "The Separation of Ownership and

- Control in East Asian Corporations.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 58: 81-112.
- Claessens, Stijn; Djankov, Simeon; Fan, Joseph; dan Lang, Larry H.P. 2000b. “Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *Policy Research Working Paper* 2088, The World Bank.
- Du, Julian dan Dai, Yi. 2005. “Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asian Economies.” *Corporate Governance*. Vol. 13, No. 1: 60-71.
- Faccio, Mara dan Lang, Larry H.P. 2002. “The Ultimate Ownership of Western European Corporations.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 65: 365-395.
- Faccio, Mara; Lang, Larry H.P.; dan Young, Leslie. 2003. “Debt and Expropriation.” *Working Paper of Chinese University of Hongkong*.
- Harvey, Campbell; Lins, Karl V.; dan Roper, Andrew H. 2004. “The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 74: 3-30.
- Jensen, Michael C. dan Meckling, William H. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs. And Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 3: 305-360.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei. 1999. “Corporate Ownership Around the World.” *Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2: 471-517.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert. 2002. “Investor Protection and Corporate Valuation.” *Journal of Finance*. Vol. 57, No. 3: 3-27.
- Myers, S. C. dan Majluf, N. S. 1984. “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have.” *Journal of Financial Economics*. June: 187-221.
- PSAK 4. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 4 tentang Laporan Keuangan Konsolidasi.
- PSAK 7. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 7 tentang Pengungkapan Pihak-pihak yang Mempunyai Hubungan Istimewa.
- PSAK 22. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 22 tentang Akuntansi Penggabungan Usaha.
- PSAK 38. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 38 tentang Akuntansi Restrukturisasi Entitas Sepengendali.
- Shleifer, Andrei dan Vishny, Robert W. 1997. “A Survey of Corporate Governance.” *Journal of Finance*. Vol. 52, No. 2: 737-783.
- Yeh, Yin-Hua. 2003. “Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan.” *Corporate Ownership & Control*. Vol. 1, No. 1: 87-101.

**PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, UKURAN DEWAN  
KOMISARIS, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN  
ASING, DAN UMUR PERUSAHAAN TERHADAP CORPORATE  
SOCIAL RESPONSIBILITY DISCLOSURE PADA PERUSAHAAN  
PROPERTY DAN REAL ESTATE YANG TERDAFTAR  
DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Indah Dewi Utami  
Rahmawati**

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta  
Jalan Ir. Sutami Nomor 36A, Ketingan, Surakarta  
Telepon/Fax.: +62 271 669090  
E-mail: rahmawati@yahoo.com

**ABSTRACT**

This research is replicated from Sembiring (2005). The objective of this research is to give empirical evidence whether there is firm size, size of board of commissioner; institutional ownership, foreign ownership, and firm age have effect to corporate social responsibility disclosure in corporate annual report. This research is done at public property and Real Estate Company which are listed in Indonesia Stock Exchange from 2005 until 2007. This research uses purposive sampling. The sample of this research is 121 companies from 126 property and real estate companies that listed in the Indonesia Stock Exchange from 2005 until 2007. Researcher uses multiple regression analysis as analysis method. Result of regression analysis shows that firm size and size of board of commissioner have significant effect toward degree of corporate social responsibility disclosure. Institutional ownership, foreign ownership, and firm age do not significant effect toward degree of corporate social responsibility disclosure. Result of the research shows that index corporate social responsibility disclosure is 18.12%. It means degree of corporate social responsibility disclosure in mining company is still relative low.

**Keywords:** corporate social responsibility, firm size, size of board of commissioner, institutional ownership, foreign ownership, firm age

**PENDAHULUAN**

BAPEPAM belum mewajibkan perusahaan untuk mengungkapkan informasi sosial terutama informasi mengenai tanggungjawab sosial perusahaan terhadap lingkungan (*corporate social responsibility* atau CSR), akibatnya yang terjadi di dalam praktik perusahaan hanya dengan sukarela mengungkapkannya. CSR sangat tergantung dari komitmen dan norma etika perusahaan untuk turut memikirkan kondisi sosial sekitarnya. Wacana CSR tidak pernah menjadi prioritas utama bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia. Perusahaan akan mempertimbangkan biaya dan manfaat yang akan diperoleh ketika mereka memutuskan untuk mengungkapkan informasi sosial. Apabila manfaat yang akan diperoleh dengan pengungkapan informasi tersebut lebih besar dibandingkan biaya yang dikeluarkan untuk pengungkapannya, maka perusahaan akan dengan sukarela mengungkapkan informasi

tersebut. Menurut Hill *et al.* dalam Nofandrilla (2008), CSR sudah selayaknya dipandang sebagai bagian dari strategi bisnis perusahaan. Hal ini dapat dilakukan antara lain dengan menyelaraskan program CSR perusahaan tersebut dengan produk dan *image* perusahaan yang bersangkutan. Sebagai contoh, perusahaan rokok dapat melakukan program kemitraan dengan para petani tembakau dan perusahaan produsen susu dapat melakukan program kerjasama dengan para peternak sapi setempat, dan lain sebagainya.

Sejak tanggal 23 september 2007, pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan (CSR *disclosure*) mulai diwajibkan melalui UU Perseroan Terbatas Nomor 40 tahun 2007, khususnya untuk perusahaan-perusahaan yang hidup dari ekstraksi sumber daya alam. Dalam Pasal 74 Undang-Undang tersebut diatur tentang kewajiban pengungkapan tanggungjawab sosial dan lingkungan perusahaan. Sehingga, tidak ada lagi sebutan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan yang sukarela, namun pengungkapan yang wajib hukumnya. Sementara itu, perkembangan CSR di luar negeri sudah sangat populer. Bahkan di beberapa negara, CSR digunakan sebagai salah satu indikator penilaian kinerja sebuah perusahaan dengan dicantulkannya informasi CSR di dalam catatan laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan.

Berbagai penelitian yang terkait dengan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan menunjukkan keanekaragaman hasil. Sembiring (2005) dan Nofandrilla (2008) menemukan pengaruh yang signifikan ukuran perusahaan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Namun, hal ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Anggraini (2006) dan Roberts (1992) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Sembiring (2005) menyatakan bahwa semakin besar jumlah anggota dewan komisaris, maka akan semakin mudah untuk mengendalikan CEO dan pengawasan yang dilakukan akan semakin efektif. Dikaitkan dengan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, maka tekanan terhadap manajemen juga akan semakin besar untuk mengungkapkannya. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Beasley (2000). Namun, berbeda dengan hasil penelitian yang

dilakukan oleh Nofandrilla (2008) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Berkaitan dengan struktur kepemilikan, Machmud & Djaman (2008) menyatakan bahwa kepemilikan asing dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap luas pengungkapan tanggungjawab sosial. Namun Nofandrilla (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Ansah (2000) meneliti tentang pengaruh umur perusahaan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, hasilnya menyatakan bahwa umur perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Sedangkan Sembiring (2003), Marwata (2001), dan Nofandrilla (2008) tidak menemukan pengaruh yang signifikan.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Sembiring (2005). Dalam penelitian ini, terdapat beberapa perbedaan dengan penelitian Sembiring (2005), antara lain 1) Periode penelitian, Sembiring (2005) menggunakan periode penelitian tahun 2002 sedang penelitian ini memperluas rentang periode penelitian selama tiga tahun pengamatan, terhitung mulai tahun 2005 sampai tahun dengan tahun 2007 dengan alasan agar diperoleh jumlah sampel dan observasi yang cukup secara statistik. Periode penelitian yang lebih panjang akan memberikan kemungkinan yang lebih besar untuk memperoleh hasil yang lebih mendekati kondisi sebenarnya; 2) Sampel penelitian, sampel yang diteliti Sembiring (2005) menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), sedang penelitian ini mengkhususkan sampel pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Pengkhususan sampel dapat menghindari hasil penelitian yang bias, dikarenakan perbedaan karakteristik perusahaan yang terdaftar di BEI; 3) Variabel penelitian, Sembiring (2005) menggunakan lima variabel independen dalam penelitian, yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, *profile*, ukuran dewan komisaris, dan *leverage*, sedang penelitian ini mengambil dua variabel dari penelitian Sembiring (2005) yaitu ukuran perusahaan dan ukuran dewan komisaris. Penelitian ini menambahkan tiga variabel yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan umur

perusahaan sesuai saran dalam penelitian Sembiring (2005); 4) Sembiring (2005) menggunakan jumlah tenaga kerja sebagai ukuran perusahaan, sedang penelitian ini menggunakan total aset sebagai alat ukur, karena total aset lebih dapat mengukur besar kecilnya perusahaan.

Berdasarkan latar belakang, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah 1) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI; 2) Apakah ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI; 3) Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI; 4) Apakah kepemilikan asing berpengaruh terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI; 5) Apakah umur perusahaan berpengaruh terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI; dan 6) Apakah ukuran perusahaan, ukuran dewan komisaris, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan umur perusahaan berpengaruh secara simultan terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

## MATERI DAN METODE PENELITIAN

Ukuran perusahaan merupakan variabel penduga yang banyak digunakan untuk menjelaskan variasi pengungkapan dalam laporan tahunan perusahaan. Menurut Siregar dan Utama dalam Nofandrilla (2008), semakin besar ukuran perusahaan, informasi yang tersedia untuk investor dalam pengambilan keputusan sehubungan dengan investasi saham semakin banyak. Sembiring (2005) dan Nofandrilla (2008) menemukan pengaruh yang signifikan ukuran perusahaan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Namun, hal ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Anggraini (2006) dan Roberts (1992) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H1:** Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *cor-*

*porate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Sembiring (2005) menyatakan bahwa semakin besar jumlah anggota dewan komisaris, maka semakin mudah untuk mengendalikan CEO dan pengawasan yang dilakukan akan semakin efektif. Dikaitkan dengan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, maka tekanan terhadap manajemen juga akan semakin besar untuk mengungkapkannya. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Beasley (2000). Namun, berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nofandrilla (2008) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H2:** Ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi (badan). Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer (Arif 2006 dalam Machmud dan Djaman 2008). Machmud dan Djaman (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, namun Nofandrilla (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H3:** Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Kepemilikan asing dalam perusahaan merupakan pihak yang dianggap *concern* terhadap tanggungjawab sosial perusahaan (Fauzi 2006 dalam Machmud dan Djaman 2008). Berkaitan dengan kepemilikan asing, Machmud dan Djaman (2008) menyatakan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab



sosial perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H4:** Kepemilikan asing berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Widiastuti (2002) dalam Nofandrilla (2008) menyatakan bahwa umur perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan tetap eksis dan mampu bersaing. Dengan demikian, umur perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja keuangan suatu perusahaan. Perusahaan yang berumur lebih tua memiliki pengalaman lebih banyak dan mengetahui kebutuhan konstituennya atas informasi tentang perusahaan. Ansah (2000) meneliti tentang pengaruh umur perusahaan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Hasilnya menyatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, sedangkan Sembiring (2003), Marwata (2001), dan Nofandrilla (2008) tidak menemukan pengaruh yang signifikan. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H5:** Umur perusahaan berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Populasi mengacu pada sekelompok orang, kejadian (*event*), atau sesuatu yang menarik perhatian peneliti untuk melakukan investigasi (Sekaran, 2003). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005 sampai dengan 2007. Sampel adalah bagian dari populasi yang terdiri dari elemen-elemen yang diharapkan memiliki karakteristik yang mewakili populasinya (Sekaran, 2003). Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu sampel yang sengaja ditentukan berdasarkan kriteria tertentu yang telah ditentukan oleh peneliti untuk mendapatkan sampel yang representatif. Kriteria untuk sampel penelitian ini adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI (2005-2007), perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan auditan dengan menggunakan tahun buku yang berakhir pada 31 Desember, dan perusahaan *property* dan *real estate* tersebut memiliki data lengkap yang

diperlukan dalam penelitian selama tiga tahun (2005 – 2007).

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *CSR disclosure* atau tingkat pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan dalam laporan tahunan. Tanggungjawab sosial perusahaan itu sendiri dapat digambarkan sebagai ketersediaan informasi keuangan dan non-keuangan berkaitan dengan interaksi organisasi dengan lingkungan fisik dan lingkungan sosialnya, yang dapat dibuat dalam laporan tahunan perusahaan atau laporan sosial terpisah (Guthrie dan Mathews 1985 dalam Sembiring 2005).

Instrumen penelitian yang digunakan adalah suatu daftar pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. *Check list* dilakukan dengan melihat pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan dalam tujuh kategori yaitu lingkungan, energi, kesehatan dan keselamatan tenaga kerja, lain-lain tenaga kerja, produk, keterlibatan masyarakat, dan umum. Kategori ini diadopsi dari penelitian yang dilakukan oleh Sembiring (2005) yang mengadopsi penelitian yang dilakukan oleh Hackston dan Milne. Ketujuh kategori tersebut dijabarkan ke dalam 63 item pengungkapan yang telah disesuaikan dengan kondisi yang ada di Indonesia. Perhitungan untuk menentukan skor indeks pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan adalah sebagai berikut ini 1) setiap item diberi skor 1 jika diungkapkan dan skor 0 jika tidak diungkapkan; 2) perhitungan indeks tingkat pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan diukur dengan rasio total skor yang diperoleh dengan skor maksimal yang dapat diperoleh. Skor maksimal tiap-tiap blok berbeda sesuai penyesuaian yang telah dilakukan pada masing-masing blok. Indeks diformulasikan sebagai berikut ini.

$$\text{INDEKS} = \frac{n}{k}$$

Notasi:

n = jumlah skor pengungkapan yang diperoleh, dan  
k = jumlah skor maksimal.

Penelitian ini menggunakan lima variabel independen, yaitu 1) Ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset perusahaan, karena total aset lebih



dapat mengukur besar kecilnya perusahaan; 2) Ukuran dewan komisaris yang dalam penelitian ini konsisten dengan Sembiring (2005) yaitu jumlah personil dalam anggota dewan komisaris; 3) Kepemilikan institusional yang diukur dengan persentase kepemilikan saham oleh institusi (badan) yang dilihat dari laporan keuangan tahunan perusahaan (Machmud & Djaman, 2008); 4) Kepemilikan asing diukur dengan persentase kepemilikan saham oleh asing yang dilihat dari laporan keuangan tahunan perusahaan (Machmud & Djaman, 2008); dan 5) Umur perusahaan yaitu lama perusahaan berdiri yang dihitung sejak tahun perusahaan tersebut berdiri hingga perusahaan tersebut dijadikan sampel dalam penelitian.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu laporan keuangan perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar dan aktif di BEI yang terdiri dari 1) daftar perusahaan *property* dan *real estate* yang *listing* di BEI tahun 2005 sampai dengan tahun 2007; 2) laporan keuangan tahunan perusahaan *property* dan *real estate* selama kurun waktu 2005 sampai dengan tahun 2007; dan 3) data dan informasi lain yang terkait dalam penghitungan dan analisis. Teknik pengambilan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi dari sumber data melalui Pojok BEI UNS dan *website* resmi *Indonesia Stock Exchange* yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

## HASIL PENELITIAN

Dalam penelitian ini, populasi meliputi seluruh perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada tahun 2005 sampai dengan 2007. Menurut data pada ICMD 2006-2008 terdapat 126 perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Perusahaan sampel yang berhasil diperoleh melalui metode *purposive sampling* adalah 121 perusahaan selama 3 tahun.

**Tabel 1**  
**Jumlah Sampel Penelitian**

Keterangan	Jumlah
Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> 2005-2007	126
Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang tidak menyajikan informasi lengkap dalam laporan tahunan	5
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel	121

Sumber: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *corporate social responsibility disclosure* yang dinyatakan dalam indeks. Indeks diperoleh dengan membandingkan jumlah skor yang berhasil didapat dengan skor maksimal. Besarnya indeks pengungkapan masing-masing perusahaan bervariasi antara 0,03 sampai dengan 0,55. Rata-rata indeks pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI adalah 0,1812 atau sekitar 18,12 %.

Gambaran tentang pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan berdasarkan jenis industri *property* dan *real estate* menunjukkan bahwa jumlah pengungkapan paling banyak dilakukan oleh PT. Bakrieland Development (2007) sebanyak 35 pengungkapan atau 55% dari total pengungkapan, sedangkan yang paling sedikit adalah PT. Dayaindo Resources Internasional (2007) dan PT. Jaka Inti Realtindo (2007) sebanyak 2 pengungkapan dari total pengungkapan atau sebesar 3%. Berdasarkan 63 item yang digunakan untuk mengukur indeks pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, ada beberapa item yang banyak diungkap oleh perusahaan sampel, di antaranya pelatihan tenaga kerja melalui program tertentu di tempat kerja, pengungkapan persentase gaji untuk pensiun, pengungkapan kebijakan penggajian dalam perusahaan, pengungkapan jumlah tenaga kerja dalam perusahaan, dan pengungkapan sumbangan tunai, produk dan layanan. Deskripsi mengenai variabel dependen dan variabel independen dapat dilihat pada Tabel 2. Hasil uji signifikansi t dapat dilihat dari Tabel 3.

Hipotesis pertama penelitian ini yaitu ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. *Probability value* yang dihasilkan untuk variabel pertama adalah 0,002 signifikan pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5%. Nilai t hitung yang dihasilkan sebesar -3.159. Berdasar hasil analisis tersebut maka disimpulkan bahwa hipotesis diterima. Hal ini berarti bahwa terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap *corporate social responsibility disclosure*.

Hipotesis kedua yaitu ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. *Probability value* yang dihasilkan adalah 0.056 signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Nilai t hitung yang dihasilkan sebesar 1.927. Berdasar

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif**

	<b>N</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Deviation</b>
CSDI	121	.03	.55	.1812	.10206
LOG_SIZE	121	.00	2.98	1.2956	1.12358
KOM	121	.00	1.00	.8347	.37299
INST	121	7.40	100.00	62.0932	22.22624
FOREIGN	121	.00	1.00	.5620	.49821
AGE	121	3.00	38.00	21.4463	7.39702
Valid N ( <i>listwise</i> )	121				

**Sumber:** hasil pengolahan data.

**Tabel 3**  
**Uji Koefisien Regresi Parsial (Signifikansi t)**

<b>Variabel</b>	<b>t hitung</b>	<b>Probability Value</b>	<b>Interpretasi</b>
LOG_SIZE	-3.159	0.002	Ha didukung *
KOM	1.927	0.056	Ha didukung **
INST	-0.640	0.523	Ha tidak didukung
FOREIGN	0.838	0.404	Ha tidak didukung
AGE	0.310	0.757	Ha tidak didukung

**Sumber:** hasil pengolahan data.

Keterangan:

\* : tingkat signifikansi 5%

\*\* : tingkat signifikansi 10%

hasil analisis tersebut maka disimpulkan bahwa hipotesis. Hal ini berarti bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*.

Hipotesis ketiga yaitu kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. *Probability value* yang dihasilkan adalah 0,523 tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maupun 10%. Nilai t hitung yang dihasilkan sebesar -0,640. Berdasar hasil analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis ditolak dan berarti bahwa kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Hipotesis keempat yaitu kepemilikan asing berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. *Probability value* yang dihasilkan adalah 0,404 dan nilai t hitung yang dihasilkan sebesar 0.838 tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maupun 10%. Berdasar hasil analisis tersebut dapat

disimpulkan bahwa hipotesis ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh kepemilikan asing terhadap *corporate social responsibility disclosure*.

Hipotesis kelima yaitu umur perusahaan berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. *Probability value* yang dihasilkan adalah 0,757 dan nilai t hitung yang dihasilkan sebesar 0.310. Berdasar hasil analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis ditolak. Hal ini berarti bahwa umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*.

## PEMBAHASAN

Secara simultan ditemukan bahwa tingkat pengaruh variabel independen terhadap *corporate social responsibility disclosure* yang ditemukan cukup rendah yaitu sebesar 8,1% (*Adjusted R Square*). Hal ini berarti

bahwa secara simultan ukuran perusahaan, ukuran dewan komisaris, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan umur perusahaan mampu mempengaruhi tingkat *corporate social responsibility disclosure* sebesar 8,1%. Hasil analisis regresi parsial berhasil mendukung hipotesis alternatif pertama pada tingkat signifikansi 5% dan hipotesis alternatif kedua pada tingkat signifikansi 10%, sedang hipotesis alternatif ketiga, keempat, dan kelima tidak didukung.

Bukti bahwa oleh ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate social responsibility disclosure* telah ditemukan dalam penelitian sebelumnya. Menurut Sembiring (2003) dan Sembiring (2005), perusahaan besar melakukan lebih banyak aktivitas yang memberikan dampak yang lebih besar terhadap masyarakat, kemungkinan mempunyai lebih banyak pemegang saham yang boleh jadi terkait dengan program sosial perusahaan dan laporan keuangan tahunan akan dijadikan sebagai alat yang efisien untuk menyebarkan informasi ini. Hasil ini juga mendukung penelitian Nofandrilla (2008), akan tetapi tidak mendukung penelitian Anggraini (2006) dan Roberts (1992). Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diproksi dengan total aset dalam perusahaan. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa semakin besar suatu perusahaan, maka semakin luas pengungkapan tanggung jawab sosial yang dibuat perusahaan.

Dewan komisaris dianggap sebagai mekanisme pengendalian intern tertinggi, yang bertanggung jawab untuk memonitor tindakan manajemen puncak. Dikaitkan dengan pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan, maka tekanan terhadap manajemen juga akan semakin besar untuk mengungkapkannya, sehingga kebanyakan penelitian menunjukkan adanya hubungan positif antara dewan komisaris dengan tingkat pengungkapan informasi oleh perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran dewan komisaris yang diproksikan dengan jumlah personil dewan komisaris dan independensi dewan komisaris, menunjukkan pengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Hal ini berarti mendukung penelitian Sembiring (2005) dan Beasley (2000), namun tidak mendukung penelitian Nofandrilla (2008).

Kepemilikan institusional umumnya dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar mengindikasikan kemampuannya untuk

memonitor manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan dan dapat diharapkan juga dapat bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Hal ini berarti kepemilikan institusional dapat menjadi pendorong perusahaan untuk melakukan pengungkapan tanggung jawab sosial (Arif 2006 dalam Machmud & Djaman 2008). Penelitian ini mendukung penelitian Machmud & Djaman (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Berbeda dengan Nofandrilla (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Kemungkinan hal ini disebabkan karena perusahaan institusi yang menanamkan modalnya pada perusahaan lain belum mempertimbangkan masalah tanggung jawab sosial sebagai salah satu kriteria dalam melakukan investasi, sehingga para investor institusi juga cenderung tidak menekan perusahaan untuk mengungkapkan CSR secara detail dalam laporan tahunan perusahaan.

Kepemilikan asing dalam perusahaan merupakan pihak yang dianggap *concern* terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Seperti diketahui, negara-negara terutama di Eropa dan Amerika sangat memperhatikan isu-isu sosial, seperti pelanggaran hak asasi manusia, pendidikan, tenaga kerja, dan isu lingkungan seperti, efek rumah kaca, pembalakan liar, serta pencemaran air (Fauzi 2006 dalam Machmud & Djaman 2008). Hasil penelitian ini menunjukkan tidak ada pengaruh antara kepemilikan asing dengan *corporate social responsibility disclosure*, sejalan dengan penelitian Machmud & Djaman (2008). Alasan yang dapat digunakan untuk menjelaskan hal tersebut adalah bahwa kemungkinan kepemilikan asing pada perusahaan di Indonesia secara umum belum mepedulikan masalah lingkungan dan sosial sebagai isu kritis yang secara ekstensif untuk diungkapkan dalam laporan tahunan. Kemungkinan lain adalah sampel perusahaan dengan kepemilikan asing dalam penelitian ini bukan perusahaan yang terkait langsung dengan sumber daya alam, sehingga pengungkapan CSR dalam laporan tahunan sifatnya masih *voluntary* atau sukarela saja.

Menurut Widiastuti (2002) dalam Nofandrilla (2008), umur perusahaan dapat menunjukkan bahwa

perusahaan tetap eksis dan mampu bersaing. Perusahaan yang berumur lebih tua memiliki pengalaman lebih banyak sehingga akan lebih mengetahui kebutuhan konstituenya akan informasi tentang perusahaan. Dengan demikian, umur perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja keuangan suatu perusahaan (Sembiring, 2005). Jika suatu perusahaan mempunyai kinerja keuangan yang baik, maka perusahaan tersebut akan dapat menjaga kelangsungan usaha. Penelitian ini tidak mendukung penelitian Ansah (2000), namun mendukung penelitian Sembiring (2003), Marwata (2001), dan Nofandrilla (2008) dimana umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan pengungkapan tanggung jawab sosial. Dalam realita saat ini, perusahaan yang sudah lama berdiri belum tentu eksis dan mampu bersaing dengan perusahaan yang lebih baru. Selain tersaingi, mungkin juga perusahaan tersebut masih berdiri untuk mencoba mempertahankan kelangsungan hidupnya sehingga sudah tidak eksis lagi.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Penelitian ini menyimpulkan bahwa secara bersama-sama kelima variabel independen, yaitu ukuran perusahaan, ukuran dewan komisaris, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan umur perusahaan berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007; ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007; ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007; kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007; kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007; dan umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *corporate*

*social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah periode pengamatan dalam penelitian ini relatif pendek (3 tahun) yaitu tahun 2005-2007; penelitian ini hanya menggunakan perusahaan *property* dan *real estate* sebagai sampel sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi pada jenis perusahaan lain, seperti perbankan, manufaktur, dan sebagainya; pengukuran *corporate social responsibility* dalam penelitian ini menggunakan indeks jumlah pengungkapan tanggungjawab sosial yang dilakukan oleh perusahaan *property* dan *real estate* sehingga pengukuran terbatas pada sedikit banyak jumlah pengungkapan tanpa mempertimbangkan isi (kontens); dan penelitian ini hanya menggunakan 5 variabel berupa ukuran perusahaan, ukuran dewan komisaris, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan umur perusahaan tanpa memasukkan variabel-variabel lain yang secara logika teori berpengaruh terhadap *corporate social responsibility*.

### Saran

Saran yang dikemukakan diharapkan dapat memberi manfaat yang lebih besar bagi penelitian serupa pada masa yang akan datang adalah penelitian berikutnya dapat menambah dan memperpanjang periode penelitian sehingga dimungkinkan dapat diperoleh jumlah sampel dan observasi yang lebih banyak dan hasil penelitian yang lebih baik secara statistik; penelitian berikutnya dapat menambah sampel penelitian untuk industri di luar *property* dan *real estate* sehingga hasil penelitian dapat diperbandingkan antarindustri; penelitian berikutnya dapat menggunakan alat ukur CSR yang lebih mendalam dengan mempertimbangkan isi atau kontens yang terdapat dalam pengukuran; dan penelitian berikutnya agar menambahkan variabel independen lain yang sesuai dan berpengaruh terhadap tingkat *corporate social responsibility disclosure* seperti profitabilitas, solvabilitas, dan likuiditas.

# DAFTAR PUSTAKA

- Anggraini. 2006. "Pengungkapan Informasi Sosial dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pengungkapan Informasi Sosial dalam Laporan Keuangan Tahunan (studi empiris pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar Bursa Efek Jakarta)." *Simposium Nasional Akuntansi* 9.
- Ansah, Steven O. 2000. "Timeliness of Corporate Financial Reporting in Emerging Capital Market: Empirical Evidence from Zimbabwe Stock Exchange." *Accounting and Business Research Journal*:241-254.
- Beasley, Mark S. 1996, "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", *The Accounting Review*, Vol. 71 No.4: 443-465.
- Dahlia dan Siregar. 2008. "Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Kinerja Perusahaan (studi empiris pada perusahaan yang tercatat di bursa efek Indonesia pada tahun 2005 dan 2006)." *Simposium Nasional Akuntansi* 11.
- Fitria. 2006. "Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Tingkat Kelengkapan Pengungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan". Tidak Dipublikasikan. Surakarta: FE UNS.
- Ghazali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Harahap, Sofyan Safri. 2003. *Teori Akuntansi*. Edisi Revisi. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Machmud dan Djakman. 2008. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Luas Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial (CSR Disclosure) pada Laporan Tahunan Perusahaan : Study Empiris pada Perusahaan Publik yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia 2006." *Simposium Nasional Akuntansi* 11.
- Marwata. 2001. "Hubungan Antara Karakteristik Perusahaan dan Kualitas Ungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan Perusahaan Publik di Indonesia." *Simposium Nasional Akuntansi* 4.
- Nofandrilla. 2008. "Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Kebijakan Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial (Studi Empiris pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta." Tidak Dipublikasikan. Surakarta: FE UNS.
- Nurlela dan Islahuddin. 2008. "Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen sebagai Variabel Moderating (studi empiris pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta)." *Simposium Nasional Akuntansi* 11.
- Rahayu. 2008. "Pengaruh Tingkat Ketaatan Pengungkapan Wajib dan Luas pengungkapan Sukarela terhadap Kualitas Laba." *Simposium Nasional Akuntansi* 11.
- Roberts, R.W. 1992. "Determinants Of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application Of Stakeholder Theory", *Accounting, Organisations and Society*, Vol. 17 No. 6: 595-612.
- Sayekti dan Wondabio. 2007. "Pengaruh CSR Disclosure terhadap Earning Response Coeficient (ERC)." *Simposiun Nasional Akuntansi* 10.
- Sekaran, Uma. 2003. *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach*. 4<sup>th</sup> ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Sembiring. 2005. "Karakteristik Perusahaan dan Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial: Study Empiris pada Perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta." *Simposium Nasional Akuntansi* 8.

\_\_\_\_\_. 2003. "Kinerja Keuangan, *Political Visibility*, Ketergantungan pada Hutang, dan Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan.", *Simposium Nasional Akuntansi* 6.

Suwardjono. 2005. *Teori Akuntansi*. Yogyakarta: BPFE.



## **PEMILIHAN MODEL ASSET PRICING**

**Rowland Bismark Fernando Pasaribu**

Moores Rowland Indonesia

Jalan Komando III/2, Nomor 37 Karet Belakang, Setiabudi, Jakarta Selatan, 12920

*E-mail:* rowland.pasaribu@gmail.com

### **ABSTRACT**

The Capital Asset Pricing Model (CAPM) has dominated finance theory for over thirty years; it suggests that the market beta alone is sufficient to explain stock returns. However evidence shows that the cross-section of stock returns cannot be described solely by the one-factor CAPM. Therefore, the idea is to add other factors in order to complete the beta in explaining the price movements in the stock exchange. The Arbitrage Pricing Theory (APT) has been proposed as the first multifactor successor to the CAPM without being a real success. Later, researchers support that average stock returns are related to some fundamental factors such as size, book-to-market equity and momentum. Alternative studies come as a response to the poor performance of the standard CAPM. They argue that investors choose their portfolio by using not only the first two moments but also the skewness and kurtosis. The main contribution of this paper is comparison between the CAPM, the Fama and French asset pricing model (TFPM) and the Four Factor Pricing Model (FFPM) adding the third and fourth moments to calculate expected return of non-financial Indonesian listed firms. The selection of the best model is based on the highest coefficient of determination. The kurtosis-FFPM turned out to be the best model.

**Keywords:** stock expected return, CAPM, TFPM, FFPM, skewness, kurtosis

### **PENDAHULUAN**

Estimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan digunakan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan keuangan seperti prediksi biaya ekuitas keputusan investasi, manajemen portofolio, penganggaran modal, dan evaluasi kinerja. Model yang sering digunakan untuk mengestimasi biaya modal rata-rata tertimbang adalah versi klasik CAPM-nya Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966) seperti dilaporkan oleh Graham dan Harvey (2001).

CAPM menunjukkan variasi lintas sektor dalam tingkat pengembalian yang diharapkan yang dapat dijelaskan hanya dengan beta pasar. Sementara telah banyak bukti penelitian sebelumnya yang menunjukkan (Fama dan French, 1992; Strong dan Xu, 1997); Jagannathan dan Wang, 1996; dan Lettau dan Ludvigson, 2001) bahwa tingkat pengembalian saham lintas sektor tidak dapat secara penuh diuraikan oleh faktor tunggal beta. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa, di samping beta pasar, tingkat pengembalian rata-rata saham berhubungan dengan ukuran perusahaan (Banz, 1981), rasio *earning/price* (Basu, 1983), rasio *book-to-market equity* (Rosenberg *et al.*, 1985), dan pertumbuhan penjualan masa lalu (Lakonishok *et al.*, 1994). Tingkat pengembalian saham juga memperlihatkan karakter pembalikan jangka panjang (Debondt dan Thaler, 1985) dan momentum jangka pendek (Jegadeesh dan Titman, 1993).

Terhadap anomali tersebut, para akademisi telah menguji kinerja model alternatif yang dapat menjelaskan

lebih baik mengenai tingkat pengembalian saham. Dalam literatur *asset pricing*, model ini mengambil tiga arah yang terpisah, yaitu 1) Model multifaktor yang menambahkan beberapa faktor kepada tingkat pengembalian pasar seperti CAPM antarmassa-nya Merton (1973), Model Fama-French; 2) Teori Harga Arbitrage-nya Ross (1977); dan 3) Model *non-parametric* yang mengkritik linearitas CAPM seperti yang disampaikan Bansal dan Viswanathan (1993) dan mengikutsertakan *moment* tambahan seperti yang digambarkan Harvey dan Siddique (2000) serta Dittmar (2002).

Fama dan French (1992) menyatakan bahwa dua variabel, yaitu ukuran perusahaan dan rasio *book-to-market* memberikan penjelasan yang lebih baik menyangkut nilai rata-rata tingkat pengembalian saham lintas sektor dibanding CAPM. Sebagai konsekuensi, Fama dan French (1993) memperluas model faktor tunggal menjadi model tiga faktor dengan menambahkan rata-rata sensitivitas tingkat pengembalian saham ke dalam ukuran perusahaan dan rasio *book-to-market*. Hal ini menunjukkan bahwa model penetapan harga tiga faktor (TFPM) dapat menangkap anomali pasar lebih besar kecuali anomali *moment* (Fama dan French, 1996 dan Asness, 1997).

Selanjutnya, Jegadeesh dan Titman (1993, 2001) berpendapat bahwa terdapat bukti-bukti substansial yang menunjukkan bahwa kinerja saham yang baik atau buruk selama satu hingga tiga tahun cenderung tidak mengalami perubahan yang signifikan (tetap baik atau buruk) untuk periode berikutnya. Strategi *trading moment* yang mengeksploitasi fenomena ini secara konsisten telah memberikan keuntungan di pasar Amerika Serikat dan di pasar yang sedang berkembang. Menyikapi kondisi demikian, Carhart (1997) mengusulkan model penetapan harga empat faktor (FFPM) dengan menambahkan *moment* pada model Fama dan French untuk menjelaskan tingkat pengembalian saham rata-rata.

Penelitian alternatifpun bermunculan dengan garis merah pada latar belakang datang untuk memberi penjelasan tambahan atau bahkan modifikasi ulang atas kurang memadainya kinerja CAPM. Penelitian-penelitian tersebut mengembangkan CAPM tiga Momen, dimana para investor mempertimbangkan *skewness* dalam pilihan portofolionya, sebagai dua momen tambahan pada CAPM klasik. Dittmar (2002)

memperluas CAPM tiga momen menjadi CAPM empat momen dengan menambahkan kurtosis bagi preferensi investor. Penelitian yang mencermati penggunaan faktor *moment* sebagai varian model *asset pricing* masih belum banyak dilakukan di Indonesia. Oleh karena itu, berdasarkan uraian tersebut penelitian ini bermaksud untuk mengeksplorasi faktor momentum pada beberapa model *asset pricing*.

Tujuan utama penelitian ini adalah untuk memilih model *asset pricing* yang terbaik dalam hal kemampuan proksi premi risiko menjelaskan estimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada emiten non-keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2006. Hasil studi ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap literatur manajemen keuangan dalam hal komparasi model *asset pricing* untuk mengestimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan, khususnya yang mempertimbangkan model *pricing* tiga momen dan empat momen yang diperluas dengan faktor *skewness* dan *kurtosis*.

## MATERI DAN METODE PENELITIAN

Karena ketidakpuasan terhadap model *asset pricing* faktor tunggal dalam menjelaskan ekspektasi tingkat pengembalian saham, penelitian sebelumnya menyatakan bahwa penyimpangan resiko *trade-off* dan tingkat pengembalian CAPM memiliki hubungan di antara variabel-variabel lainnya, yaitu ukuran perusahaan (Banz, 1981), *earning yield* (Basu, 1977 dan 1983), *leverage* (Bhandari, 1988), dan rasio nilai buku perusahaan terhadap nilai pasarnya (Stattman, 1980; Rosenberg *et al.*, 1985; Chan, Hamao dan Lakonishok, 1991). Secara khusus, Basu (1977, 1983), Banz (1981), Reinganum (1981), Lakonishok dan Shapiro (1986), Kato dan Shallheim (1985), dan Ritter (2003) melakukan studi empiris mengenai pengaruh *earning yield* dan ukuran perusahaan terhadap tingkat pengembalian saham. Kraus dan Lintzenberg (1976) mengusulkan *moment-skewness* berikutnya sebagai faktor tambahan, sementara Harvey dan Siddique (2000) menjelaskan bahwa investor itu menyukai portofolio yang memiliki *skewness* ke kanan dibanding portofolio yang arah *skewness*-nya ke kiri sehingga *asset* dengan tingkat pengembalian memiliki *skewness* ke arah kiri lebih diinginkan dan menghasilkan tingkat pengembalian yang diharapkan yang tinggi, demikian

sebaliknya. Hal ini memberikan pertimbangan bagi model CAPM 3 Moment (SCAPM). Dittmar (2002) memperluas preferensi investor ini dengan menambah pertimbangan *skewness* dan *kurtosis*. *Moment* keempat, *kurtosis* ditambahkan untuk menjelaskan probabilitas hasil yang ekstrim yaitu hasil yang sangat menyimpang dari rata-rata.

Fama dan French (1993, 1996) mengusulkan model tiga faktor dimana ekspektasi tingkat pengembalian suatu *asset* tergantung pada sensitivitas tingkat pengembaliannya terhadap tingkat pengembalian pasar dan tingkat pengembalian pada dua portofolio yang diprosikan sebagai tambahan faktor risiko mengacu pada ukuran perusahaan dan rasio *book-to-market* atau BE/ME. Penggunaan ke dua proksi ini didukung oleh Huberman dan Kandel (1987) serta Chan *et al.* (1985). Mengenai proksi premi risiko yang berasosiasi dengan portofolio ukuran perusahaan atau *Small Minus Big* (SMB), Huberman dan Kandel (1987) menyatakan bahwa terdapat korelasi antara pengembalian dan saham kecil tidak terdeteksi oleh pengembalian pasar. Sementara perihai perbedaan antara rata-rata tingkat pengembalian portofolio saham dengan rasio BE/ME yang tinggi (*Small/High* dan *Big/High*) dan rata-rata tingkat pengembalian portofolio saham dengan rasio BE/ME yang rendah (*Small/Low* dan *Big/Low*) atau *High Minus Low* (HML), Chan *et al.* (1985) menyatakan bahwa korelasi antara tingkat pengembalian dan level *distress* relatif perusahaan yang diukur dengan rasio BE/ME tidak terdeteksi portofolio pasar.

Penggunaan proksi portofolio saham *winner* atau *Winner Minus Looser* (WML) untuk menjelaskan tingkat pengembalian saham telah dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1993) yang menunjukkan bahwa terdapat asosiasi antara tingkat pengembalian dan kinerja saham periode sebelumnya yang tidak terdeteksi oleh portofolio pasar, ukuran perusahaan, dan faktor *distress-relative*. Lebih lanjut, Carhart (1997) menyatakan bahwa kelebihan tingkat pengembalian dari suatu saham dapat dijelaskan oleh portofolio pasar dan model tiga faktor yang dirancang untuk meniru variabel risiko ukuran yang dihubungkan dengan ukuran perusahaan, rasio *book-to-market* (BE/ME), dan *moment*. Bennaceur dan Chaibi (2007), memodifikasi penelitian Fama dan French (1996), Carhart (1997), serta Dittmar (2002) untuk prediksi tingkat pengembalian

saham yang diharapkan dalam mengestimasi biaya ekuitas emiten di Tunisia. Hasil penelitian menyatakan bahwa model *asset pricing*-nya Carhart (1997) superior dibanding model *asset pricing* lainnya.

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah penambahan proksi *skewness* dan *kurtosis* pada model *asset pricing* empat faktor memiliki kemampuan yang lebih besar dibanding model *asset pricing* lainnya dalam menjelaskan variasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada emiten non-keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2003-2006.

Untuk melakukan penelitian ini peneliti membutuhkan data keuangan setiap emiten non-keuangan yang berupa harga saham, *market value*, dan *book value* periode bulanan, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 1 bulan selama periode 2003-2006, sehingga data yang diperlukan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Adapun kriteria pemilihan emiten untuk dipilih sebagai sampel adalah 1) Emiten non-finansial; 2) Telah menerbitkan laporan keuangan tahunan minimal sejak tahun 2003; dan 3) Tidak memiliki *book value* negatif selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut dipilih sejumlah 171 emiten sebagai sampel penelitian. Selanjutnya, akan dihitung tingkat pengembalian saham periode bulanan dari 4 faktor dasar, yaitu  $R_m - R_f$ , SMB, HML, dan WML. Data keuangan setiap emiten dan IHSG selama periode tahun 2003-2006 diperoleh dengan cara *men-download* melalui *website* BEI yaitu <http://www.jsx.co.id>. Studi pustaka atau literatur dilakukan untuk mendukung pemahaman konsep-konsep yang berkaitan langsung dengan penelitian. Studi pustaka yang dilakukan meliputi hasil-hasil penelitian sebelumnya, buku-buku literatur, jurnal, dan sebagainya.

Penelitian ini menggunakan prosedur Fama dan French (1993) dalam menyusun enam portofolio ukuran perusahaan rasio BE/ME. Saham diperingkatkan dari yang terkecil sampai yang terbesar berdasarkan kapitalisasi pasar. Nilai median digunakan untuk memisahkan sampel ke dalam dua kelompok, kecil dan besar. Sampel kemudian diperingkatkan lagi setiap tahun berdasarkan rasio *book-to-market* dan kriteria *low*, *medium*, dan *high*. Penentuan kriteria rasio BE/ME adalah 30% terbawah adalah *low*, 40% adalah *medium*, dan 30% teratas adalah *high*. Nilai buku adalah

nilai buku ekuitas dikalikan harga penutupan per bulan. Perusahaan dengan nilai rasio BE/ME negatif tidak diikutsertakan sebagai sampel. Berdasarkan interseksi pada dua ukuran kapitalisasi pasar dan tiga kelompok rasio BE/ME, terbentuk 6 portofolio *size*-BE/ME, yaitu *Small/Low*, *Small/Medium*, *Small/High*, *Big/Low*, *Big/Medium*, dan *Big/High*.

Sama dengan proses pengelompokan berdasarkan rasio B/M, faktor *moment* dihitung mengikuti prosedur L'Her *et al.* (2004), dimana peringkat saham berdasarkan nilai rasio BE/ME 30% di atas nilai median dianggap sebagai saham *winner*, sebaliknya peringkat saham 30% di bawah nilai median dianggap saham *looser*. *Range* antara saham *winner* dan saham *looser* (40%) dianggap sebagai saham netral, sehingga berdasarkan kriteria tersebut dipadu dengan faktor ukuran perusahaan akan terbentuk enam portofolio, yaitu *Small/Looser*, *Small/Neutral*, *Small/Winner*, *Big/Looser*, *Big/Neutral*, dan *Big/Winner*. Pemeringkatan dilakukan per tahun untuk 12 portofolio yang terbentuk. Selanjutnya menghitung premi risiko yang berasosiasi dengan portofolio ukuran perusahaan (SMB), *high book-to-market equity* (HML), dan portofolio saham *winner* (WML).

Fama dan French (2004) menyimpulkan bahwa kelemahan pendekatan CAPM adalah model tersebut *invalid*. Berdasarkan teori CAPM, investor memiliki pilihan terhadap tingkat pengembalian portofolio yang di atas nilai rata-rata dan *varians*-nya. Bagaimanapun, terdapat banyak bukti yang menunjukkan bahwa distribusi tingkat pengembalian tidak cukup diterangkan oleh nilai rata-rata dan varian itu sendiri. Kraus dan Lintzenberg (1976) mengusulkan *moment-skewness* berikutnya sebagai faktor tambahan. Harvey dan Siddique (2000) menjelaskan bahwa investor itu menyukai portofolio yang memiliki *skewness* ke kanan dibanding portofolio yang arah *skewness*-nya ke kiri sehingga *asset* dengan tingkat pengembalian memiliki *skewness* ke arah kiri lebih diinginkan dan menghasilkan tingkat pengembalian yang diharapkan yang tinggi, demikian sebaliknya. Hal ini memberikan pertimbangan bagi model CAPM 3 *moment* (SCAPM) mengikuti prosedur, dimana tingkat pengembalian yang diharapkan dari saham *i* dijelaskan dengan persamaan berikut:

$$(1) \quad E(R_i) - R_f = b_1 [E(R_m) - R_f] + b_i [E(R_m) - R_f]^2$$

Keterangan:

$b_1$  dan  $b_2$  adalah slope dari persamaan regresi berikut:

$$(2) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_1 [R_{mt} - R_{ft}] + b_2 [R_{mt} - R_{ft}]^2 \\ i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Dittmar (2002) memperluas preferensi investor dengan menambah pertimbangan *skewness* dan *kurtosis*. *Moment* ke-4, *kurtosis* ditambahkan untuk menjelaskan probabilitas hasil yang ekstrim yaitu hasil yang sangat menyimpang dari rata-rata. Darlington (1970) menjelaskan *kurtosis* sebagai tingkat derajat untuk dimana pada varian tertentu suatu distribusi dihargai ke arah ekor-nya. Dengan pertimbangan tersebut, berdasarkan CAPM empat *moment* (KCAPM), tingkat pengembalian saham *i* yang diharapkan dijelaskan oleh persamaan berikut:

$$(3) \quad E(R_i) - R_f = b_1 [E(R_m) - R_f] + b_2 [E(R_m) - R_f]^2 + \\ b_3 [E(R_m) - R_f]^3$$

Keterangan:

$b_1$ ,  $b_2$ , dan  $b_3$  adalah slope dari persamaan regresi berikut:

$$(4) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_1 [R_{mt} - R_{ft}] + b_2 [R_{mt} - R_{ft}]^2 + \\ b_3 [R_{mt} - R_{ft}]^3 \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Fama dan French (1993, 1996) mengusulkan suatu model 3 faktor dimana tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu *asset* tergantung pada sensitivitas tingkat pengembaliannya terhadap tingkat pengembalian pasar dan tingkat pengembalian pada 2 portofolio yang dimaksud untuk meniru tambahan faktor resiko sehubungan dengan ukuran perusahaan dan BE/ME *equity*. Persamaan tingkat pengembalian yang diharapkan pada model 3 faktor untuk saham *i*,  $i = 1 \dots, n$  adalah sebagai berikut:

$$(5) \quad E(R_i) - R_f = b_1 [E(R_m) - R_f] + s_i E(SMB) + \\ h_i E(HML)$$

Keterangan:

$b_i$ ,  $s_i$ , dan  $h_i$  adalah *slope* dari persamaan regresi berikut:

$$(6) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_i [E(R_m - R_f)] + s_i E(SMB) + h_i(HML) \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Penggunaan SMB dalam menjelaskan tingkat pengembalian adalah sejalan dengan penelitian Huberman dan Kandel (1987) yang menyatakan bahwa terdapat korelasi antara pengembalian dan saham kecil yang tidak terdeteksi oleh pengembalian pasar. Selanjutnya pertimbangan mengenai HML terhadap tingkat pengembalian yang diharapkan sependapat dengan penelitian Chan *et al.* (1985) yang menyatakan bahwa korelasi antara tingkat pengembalian dan level *distress* relatif perusahaan yang diukur dengan rasio BE/ME tidak terdeteksi portfolio pasar.

*Factor Four Price Model* (FFPM) Carhart (1997) menyatakan bahwa kelebihan tingkat pengembalian dari suatu saham dapat dijelaskan oleh portofolio pasar dan model 3 faktor yang dirancang sebagai replikasi variabel risiko ukuran yang dihubungkan dengan ukuran perusahaan, rasio *book-to-market* (B/M), dan *moment*. Menurut FFPM, tingkat pengembalian yang diharapkan saham *i* adalah sebagai berikut:

$$(7) \quad E(R_i) - R_f = b_i [E(R_m) - R_f] + s_i E(SMB) + h_i E(HML) + w_i (WML)$$

Keterangan:

$b_i$ ,  $s_i$ , dan  $h_i$ , dan  $w_i$  adalah slope dari persamaan regresi berikut:

$$(8) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_i [E(R_m - R_f)] + s_i E(SMB) + h_i(HML) + w_i(WML) \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Penggunaan proksi WML untuk menjelaskan tingkat pengembalian sejalan dengan penelitian Jegadeesh dan Titman (1993) yang menunjukkan bahwa terdapat asosiasi antara tingkat pengembalian dan kinerja saham periode sebelumnya yang tidak terdeteksi oleh portfolio pasar, ukuran perusahaan, dan faktor *distress-relative*. Salah satu kontribusi penelitian ini adalah memperluas model CAPM, model Fama-French (TFPM), dan model Carhart (FFPM) terhadap penggunaan proksi *skewness* dan *kurtosis*. Oleh karena itu, diperoleh SCAPM, KCAPM, STFPM, KTFPM, SFFPM, dan KFFPM.

Persamaan tingkat pengembalian yang diharapkan saham *i* pada TFPM 3 *Moment* (STFPM) adalah sebagai berikut:

$$(9) \quad E(R_i) - R_f = b_i [E(R_m) - R_f] + b_i E(R_m - R_f)^2 + s_i E(SMB) + h_i E(HML)$$

Keterangan:

$b_{1i}$ ,  $b_{2i}$ ,  $s_i$ , dan  $h_i$  adalah *slope* dari persamaan regresi berikut:

$$(10) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_i [E(R_m - R_f)] + b_{2i} [E(R_m - R_f)]^2 + s_i E(SMB) + h_i(HML) \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Perluasan TFPM 3 *moment* kepada TFPM 4 *moment* (KFTPM) dengan mengikutsertakan faktor *kurtosis*. Pada model ini, tingkat pengembalian saham yang diharapkan *equal* dengan:

$$(11) \quad E(R_i) - R_f = b_{1i} [E(R_m) - R_f] + b_{2i} [E(R_m - R_f)]^2 + b_{3i} [E(R_m - R_f)]^3 + s_i E(SMB) + h_i(HML)$$

Keterangan:

$b_{1i}$ ,  $b_{2i}$ ,  $b_{3i}$ ,  $s_i$ , dan  $h_i$  adalah *slope* dari persamaan regresi berikut:

$$(12) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_i [E(R_m - R_f)] + b_{2i} [E(R_m - R_f)]^2 + b_{3i} [E(R_m - R_f)]^3 + s_i E(SMB) + h_i(HML) \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Pada model selanjutnya faktor *skewness* ditambahkan ke FFPM dan persamaan tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada FFPM 4 *moment* (SFFPM) pada saham *i* sama dengan:

$$(13) \quad E(R_i) - R_f = b_{1i} [E(R_m) - R_f] + b_{2i} [E(R_m - R_f)]^2 + s_i E(SMB) + h_i(HML) + w_i E(WML) \quad i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Keterangan:

$b_{1i}$ ,  $b_{2i}$ ,  $s_i$ ,  $h_i$ , dan  $w_i$  adalah *slope* dari persamaan regresi berikut:



$$(14) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_{1i} [E(R_{mt} - R_{ft})] + b_{2i} [E(R_{mt} - R_{ft})]^2 + s_i E(\text{SMB}) + h_i (\text{HML}) + w_i (\text{WML})$$

$$i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Perluasan FFPM 3 *moment* kepada FFPM 4 *moment* (KFFPM) juga dilakukan dengan penambahan faktor *kurtosis* dan persamaan tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada saham *i* sama dengan:

$$(15) \quad E(R_{it} - R_{ft}) = b_{1i} [E(R_{mt} - R_{ft})] + b_{2i} [E(R_{mt} - R_{ft})]^2 + b_{3i} [E(R_{mt} - R_{ft})]^3 + s_i E(\text{SMB}) + h_i E(\text{HML}) + w_i E(\text{WML})$$

Keterangan:

$b_{1i}$ ,  $b_{2i}$ ,  $b_{3i}$ ,  $s_i$ , dan  $h_i$  adalah *slope* dari persamaan regresi berikut:

$$(16) \quad R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_{1i} [E(R_{mt} - R_{ft})] + b_{2i} [E(R_{mt} - R_{ft})]^2 + b_{3i} [E(R_{mt} - R_{ft})]^3 + s_i E(\text{SMB}) + h_i (\text{HML}) + w_i E(\text{WML})$$

$$i = 1, \dots, n; \quad t = 1, \dots, T$$

Dalam rangka memilih model terbaik di antara sembilan model tersebut, penelitian ini menggunakan dua kriteria, yaitu Akaike's *Information Criterion* (AIC) dan Schwarz *Criterion* (SC). Kriteria spesifikasi formal ini didesain untuk membantu dalam pemilihan model terbaik. Penelitian ini menghitung AIC dan SC untuk setiap model dan nilai terendah mengindikasikan kinerja model terbaik. Selain itu, penetapan kinerja model terbaik juga dilakukan dengan mengacu pada koefisien determinasi mengikuti kriteria pada penelitian sebelumnya (Bryant dan Eleswarapu, 1997; Bartholdy dan Peare, 2003, 2005; Drew dan Veeraraghavan, 2003). Model estimasi terbaik berdasarkan kriteria ini adalah yang memiliki koefisien tertinggi, sedangkan uji hipotesis dilakukan dengan pendekatan signifikansi simultan dan parsial.

## HASIL PENELITIAN

Pada bagian ini akan dibahas mengenai statistik deskriptif tingkat pengembalian pasar, tingkat pengembalian portofolio saham berdasarkan kriteria

kapitalisasi pasar, rasio BE/ME, dan momentum saham. Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif mengenai tingkat pengembalian saham rata-rata untuk masing-masing kategori portofolio. Nilai rata-rata minimal tingkat pengembalian untuk seluruh portofolio adalah negatif dimana yang terkecil terdapat pada portofolio saham dengan kapitalisasi kecil dan netral (S/N). Nilai negatif terbesar justru untuk portofolio saham yang kapitalisasi pasarnya besar dan rasio BE/ME tinggi (B/H). Portofolio yang memberikan nilai rata-rata *return* tertinggi selama periode 2003-2004 adalah saham-saham *winner* yang kapitalisasi pasarnya besar (B/W) yaitu 92,7%. Nilai maksimal rata-rata *return* pasar selama 2003-2006 adalah sebesar 4%.

**Tabel 1**  
**Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Min	Maks
<i>Big/High</i>	48	-0.404	0.643
<i>Big/Medium</i>	48	-0.280	0.139
<i>Big/Low</i>	48	-0.218	0.270
<i>Small/High</i>	48	-0.193	0.099
<i>Small/Medium</i>	48	-0.183	0.102
<i>Small/Low</i>	48	-0.198	0.520
<i>Big/Winner</i>	48	-0.301	0.927
<i>Big/Neutral</i>	48	-0.282	0.075
<i>Big/Looser</i>	48	-0.189	0.390
<i>Small/Winner</i>	48	-0.209	0.180
<i>Small/Neutral</i>	48	-0.180	0.040
<i>Small/Looser</i>	48	-0.191	0.716
<i>Mkt</i>	48	-0.208	0.040

**Sumber:** Hasil olah data sekunder.

Berdasarkan Tabel 2 Panel A.1 diperoleh informasi, bahwa secara parsial proksi pasar hanya berpengaruh signifikan terhadap enam portofolio, yaitu *Big/Low*, *Small/High*, *Small/Low*, *Big/Looser*, *Small/Winner*, *Small/Looser*. Model CAPM rata-rata hanya mampu menjelaskan variasi tingkat pengembalian yang diharapkan sebesar 7,4% pada dua belas portofolio yang terbentuk. Nilai koefisien determinasi tertinggi dihasilkan oleh portofolio dengan rasio B/M yang rendah. Untuk model SCAPM (Tabel 2 Panel A.2), penambahan faktor *skewness* secara keseluruhan



meningkatkan kemampuan model dalam mengestimasi tingkat pengembalian yang diharapkan, nilai rata-rata koefisien determinasi untuk keseluruhan portofolio adalah sebesar 14,3%. Penambahan faktor ini terutama meningkatkan koefisien secara signifikan pada koefisien determinasi 4 portofolio (*Big/Low*, *Small/Low*, *Big/Looser*, dan *Small/Looser*).

Untuk model KCAPM (Tabel 2 Panel A.3), penambahan faktor *kurtosis* secara keseluruhan meningkatkan kemampuan model dalam mengestimasi tingkat pengembalian yang diharapkan, nilai rata-rata koefisien determinasi untuk keseluruhan portofolio adalah sebesar 17,9%. Penambahan faktor *kurtosis* terutama meningkatkan koefisien determinasi secara signifikan pada 4 portofolio (*Big/Low*, *Small/Low*, *Big/Looser*, dan *Small/Looser*). Secara parsial, faktor *kurtosis* hanya berpengaruh signifikan pada portofolio (*Small/Low* dan *Small/Looser*).

Model 3 faktor (Panel B.1) memiliki nilai rata-rata *agregate* yang lebih baik dibanding model 1 faktor dalam mengestimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan, yakni 28,9%. Secara khusus peningkatan ini terjadi pada portofolio berkapitalisasi besar yang memiliki rasio B/M tinggi dan kategori *winner*. Secara parsial, kedua proksi berpengaruh signifikan terhadap 7 portofolio (*Big/High*, *Big/Low*, *Small/Low*, *Big/Winner*, *Big/Neutral*, *Big/Looser*, dan *Small/Looser*). Penambahan *skewness* pada model 3 faktor, secara rata-rata *agregate* meningkatkan kemampuan model untuk mengestimasi tingkat pengembalian yang diharapkan pada saham sebesar 34,7%.

Proksi *skewness* (Panel B.2) berpengaruh signifikan pada 7 portofolio saham (*Big/High*, *Big/Low*, *Small/High*, *Small/Low*, *Big/Looser*, *Small/Winner*, dan *Small/Looser*). Secara khusus, peningkatan koefisien determinasi terjadi pada portofolio saham berkapitalisasi besar (*Big/High* dan *Big/Winner*). Untuk penambahan proksi *kurtosis* (Panel B.3), kemampuan model untuk mengestimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan secara rata-rata *agregate* meningkat menjadi 38,1%, dimana peningkatan ini paling besar terjadi pada juga pada saham berkapitalisasi besar (*Big/High* dan *Big/Winner*). Proksi *kurtosis* secara parsial signifikan pada 4 portofolio saham yaitu, *Big/High*, *Small/Low*, *Big/Winner*, dan *Small/Looser*.

Pada model 4 faktor (Panel C.1), secara parsial ke-4 faktor berpengaruh signifikan terhadap sembilan

portofolio (*Big/High*, *Big/Low*, *Small/High*, *Small/Low*, *Big/Winner*, *Big/Looser*, *Big/Neutral*, *Small/Winner*, dan *Small/Looser*). Proksi *moment* (WML) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap saham berkapitalisasi besar (*Big/Winner* dan *Big/Looser*). Nilai rata-rata *agregate* koefisien determinasi adalah 31,3%. Peningkatan ini paling besar terjadi pada portofolio saham berkapitalisasi besar (*Big/High* dan *Big/Winner*).

Penambahan proksi *skewness* pada model 4 faktor (Panel C.2) meningkatkan nilai rata-rata *agregate* koefisien determinasi menjadi 37,1%, dimana peningkatan terbesar terjadi pada portofolio saham berkapitalisasi besar; yaitu *Big/High* (73,14%) dan *Big/Winner* (76,53%). Secara parsial, proksi *skewness* berpengaruh signifikan terhadap tujuh portofolio (*Big/Low*, *Small/High*, *Small/Low*, *Big/Winner*, *Big/Looser*, *Small/Winner*, dan *Small/Looser*).

Penambahan proksi *kurtosis* pada model 4 faktor (Panel C.3) meningkatkan nilai rata-rata *agregate* koefisien determinasi menjadi 40,9%, dimana peningkatan terbesar terjadi pada portofolio saham berkapitalisasi besar, yaitu *Big/High* (79,89%) dan *Big/Winner* (84,18%). Secara parsial, proksi *skewness* berpengaruh signifikan terhadap 4 portofolio (*Big/High*, *Small/Low*, *Big/Winner*, dan *Small/Looser*).

## PEMBAHASAN

Tabel 3 Panel A adalah hasil rekapitulasi *agregat* dari dua ukuran kinerja model (AIC dan SC) yang menunjukkan bahwa model KCAPM mengarah pada kinerja model *pricing* yang terbaik. Dengan menggunakan IHSG sebagai acuan tingkat pengembalian pasar meningkatkan bentuk model KCAPM dari -0,526 (CAPM Klasik) menjadi -0,472 untuk CAPM empat *moment* (KCAPM). Hal sebaliknya justru terjadi pada model Fama dan French (3 faktor) dan Model Carhart (4 faktor). Untuk model Fama dan French (TFPM) dan model empat faktor (FFPM), memasukkan *moment* terhadap nilai *mean* dan varian justru semakin menghasilkan kinerja yang buruk dalam konteks kekuatan menjelaskan tingkat pengembalian saham. Dengan kata lain, para investor yang menggunakan model multifaktor pada BEI agar tidak mempertimbangkan faktor lainnya terhadap nilai *mean* dan varian tingkat pengembalian portofolio untuk

pilihan investasinya. Secara agregat, dari ketiga model *asset pricing* yang memiliki kinerja model terbaik menurut kriteria AIC dan SC adalah model CAPM empat *moment* (KCAPM).

Untuk kriteria koefisien determinasi (Tabel 3 Panel B), secara umum dapat dikatakan bahwa penggunaan model *asset pricing* 4 faktor memang lebih *superior* dibanding dua model lainnya (3 faktor dan 1 faktor) apabila dilihat dari rata-rata koefisien determinasi *aggregate* ataupun per portofolio. Hal ini membuktikan bahwa tidak cukup hanya faktor pasar dalam mengestimasi proksi risiko tetapi juga faktor ukuran perusahaan, rasio BE/ME, *moment*, *skewness*, dan *kurtosis*.

Dalam hal penambahan proksi *skewness* ke dalam model CAPM, hasil penelitian ini secara umum kurang sependapat dengan Harvey dan Siddique (2000), karena berdasarkan hasil uji parsial, ternyata proksi *skewness* hanya berpengaruh signifikan terhadap portofolio saham yang rendah rasio BE/ME-nya dan saham *looser*, sedang untuk saham-saham *winner* kurang begitu memperhatikan proksi *skewness* ini.

Untuk model 3 faktor, secara umum penelitian ini mendukung penelitian Fama dan French, bahwa model 3 faktor memiliki kemampuan yang lebih memadai dibanding model CAPM-nya Sharpe dan kawan-kawan dalam menjelaskan faktor lain selain risiko pasar yang menjelaskan tingkat pengembalian saham yang diharapkan. Secara khusus, hasil penelitian sependapat dengan Huberman dan Kandel (1987), bahwa proksi SMB tidak berpengaruh signifikan terhadap portofolio saham berkapitalisasi kecil, sedang untuk proksi HML penelitian ini tidak sependapat dengan Chan et al. (1985), karena berdasarkan hasil uji parsial, proksi HML berpengaruh signifikan terhadap 6 portofolio (*Big/High*, *Big/Low*, *Small/Low*, *Big/Winner*, *Big/Looser*, dan *Small/Looser*). Di samping itu, proksi HML secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap portofolio kategori medium dan netral. Untuk model FFPM, penelitian ini sependapat dengan Carhart (1997) dan Jegadeesh and Titman (1993), bahwa penambahan faktor WML dapat meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan tingkat pengembalian saham yang diharapkan. Bahkan hal ini semakin dipertegas setelah menambahkan faktor *skewness* dan *kurtosis* ke dalam model.

## SIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN, DAN SARAN

### Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui model *asset pricing* yang terbaik dari sembilan model yang ada berdasarkan indikator koefisien determinasi guna mengestimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada emiten saham non-keuangan di BEI periode 2003-2006. Dalam hal menetapkan kinerja model yang terbaik untuk mengestimasi biaya ekuitas, penelitian ini menggunakan dua pendekatan (kriteria informasi dan kemampuan menjelaskan variasi) memberikan hasil yang bertolak belakang satu sama lain perihal penambahan *moment* ke dalam pembentukan model *asset pricing* dengan pendekatan kriteria informasi model terbaik adalah model CAPM empat *moment* (SCAPM). Berdasarkan kriteria koefisien determinasi dapat disimpulkan bahwa secara umum penggunaan model *asset pricing* 4 faktor memang lebih *superior* dibanding dua model lainnya (3 faktor dan 1 faktor) dilihat dari rata-rata koefisien determinasi *aggregate* ataupun setiap portofolio yang terbentuk. Bahkan semakin dipertegas setelah menambahkan faktor *skewness* dan *kurtosis* ke dalam model.

### Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini juga memiliki beberapa keterbatasan, yaitu 1) Sampel penelitian yang digunakan hanya emiten yang tergabung dalam industri non-keuangan dan 2) Periode penelitian yang pendek (2003-2006). Oleh karena itu, diharapkan pada penelitian selanjutnya akan lebih memadai apabila sampel yang bergerak di industri keuangan juga diikutsertakan. Adapun perihal format analisisnya dapat secara *pooling* data atau parsial berdasarkan industri. Perpanjangan periode penelitian dimaksudkan agar diperoleh hasil yang lebih komprehensif.

### Saran

Model penelitian dapat ditambahkan dengan penggunaan pendekatan model *asset pricing* yang lain, misalnya model GARCH (rasio kovarian terhadap varian), model faktor linier dinamik (membuat asumsi

perihal bagaimana risiko sistematis berubah), dan model yang dibentuk untuk pasar sedang berkembang (Godfrey dan Espinosa, 1996; Erb *et. al.*, 1996; Damodaran, 1998 serta; Estrada, 2000). Sebagaimana liberalisasi pasar modal yang terjadi, akan lebih menarik untuk dilakukan komparasi model antara indeks global dan indeks pasar internasional lainnya karena semakin terintegrasinya BEI dengan bursa saham negara-negara lainnya.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Asness, C.S. 1997. The Interaction of Value and Momentum Strategies. *Financial Analysts Journal*, March/April: 29-35.
- Bansal, R. dan Viswanathan, S. 1993. No Arbitrage and Arbitrage Pricing. *Journal of Finance* 48: 1231-1262.
- Banz, R.W. 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 9: 3-18.
- Barnes, M.L. dan Lopez, J.A. 2006. Alternative Measures of The Federal Reserve Banks Cost of Equity Capital. *Journal of Banking and Finance*, 30: 1687-1711.
- Banz, Rolf W. 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock. *Journal of Financial Economics*. Vol. 9: 3-18.
- Basu, S. 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earning Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, 12: 129-156.
- Basu, S. 1983. The Relationship Between Earnings Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence. *Journal of Financial Economics*, 12: 129-156.
- Bartholy, J. dan Peare, P. 2003. Unbiased Estimation of Expected Return Using CAPM. *International Review of Financial Analysis* 12: 69-81.
- Bartholy, J. dan Peare, P. 2005. Estimation of Expected Return: CAPM vs Fama and French. *International Review of Financial Analysis*, 14: 407-427.
- Bennaceur, Samy dan Hasna Chaibi. 2007. The Best Asset Pricing Model for Estimating Cost of Equity: Evidence from the Stock Exchange of Tunisia. *SSRN Papers*.
- Berkovitz, M.K. dan Qiu, J. 2001. Common Risk Factors in Explaining Canadian Equity Returns. *Working Paper*. University of Toronto.
- Bhandari, L. 1988. Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 43: 507-528.
- Black, Fisher. 1972. Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *Journal of Business* 45: 444-455.
- Bruner, R.F., Eades, K.M., Harris, R.S., dan Higgins, R.C. 1998. Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Syntheses. *Journal of Financial Practices and Education* 27: 13-28.
- Bryant, P.S. dan Eleswarapu, V.R. 1997. Cross-Sectional Determinants of New Zealand Share Market Returns. *Accounting and Finance* 37: 181-205.
- Carhart, M.M. 1997. On Persistence on Mutual Fund Performance. *Journal of Finance* 52: 57-82.
- Chan, K. C., Chen, N., dan Hsieh, D. 1985. An Exploratory Investigation of the Firm Size. *Journal Of Financial Economics*, Vol.14: 451-571.
- Chan L., Hamao Y., dan Lakonishok J. 1991. Fundamentals And Stock Returns In Japan. *Journal Of Finance*, Vol. XLVI, No 5.
- Darlington, R.B. 1970. Is Kurtosis Really "Peakedness"? *The American Statistician* 24: 19-22.

- Debondt, W.F.M. dan Thaler, R.H. 1985. Does the Stock Market Overreact. *Journal Of Finance* 40: 793-805.
- Dittmar, R. 2002. Non-Linear Pricing Kernels, Kurtosis Preference and Cross-Section of Equity Returns. *Journal Of Finance* 57: 369-403.
- Drew, M.E. dan Veeraraghvan, M. 2003. Beta, Firm Size, Book-To-Market Equity And Stock Returns: Further Evidence From Emerging Markets. *Journal Of The Asia Pacific Economy* 8: 354-379.
- Fama, E.F. dan French, R.F. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal Of Finance* 47: 427-465.
- Fama, E.F. dan French, R.F. 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal Of Financial Economics* 33: 3-56.
- Fama, E.F. dan French, R.F. 1996. The CAPM is Wanted, Dead or Alive. *Journal Of Finance* 51: 1947-1958.
- Fama, E.F. dan French, R.F. 2004. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Working Paper*. University Of Chicago.
- Fletcher, J. dan Kihanda, J. 2005. An Examination of Alternative CAPM-Based Models in UK Stock Returns. *Journal Of Banking And Finance* 29: 2995-3014.
- Graham, J.R. dan Harvey, C.R. 2001. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal Of Financial Economic* 60: 187-24.
- Harvey, C.R. dan Siddique, A. 2000. Conditional Skewness in Asset Pricing Tests. *Journal Of Finance*, 55: 1263-1295.
- Hansen, L.P. dan Jagannathan, R. 1997. Assessing Specification Errors in Stochastic Discount Factor Models. *Journal Of Finance*, 52: 591-607.
- Huberman, G. dan Shmuel Kandel. 1987. Mean-Variance Spanning. *Journal Of Finance*, Vol. 42, Issue 4.
- Jagannathan, R. dan Wang, Z. 1996. The Conditional CAPM and the Cross-Section of Expected Returns. *Journal Of Finance* 51: 3-53.
- Jegadeesh, N. dan Titman, S. 1993. Returns To Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal Of Finance*, 48: 65-91.
- Kato, K., dan J. Shallheim. 1985. Seasonal And Size Anomalies In The Japanese Stock Market. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* 20: 243-260.
- Knez, P. dan M. Ready. 1997. On The Robustness of Size and Book-To-Market in Cross-Sectional Regressions. *Journal Of Finance*, Vol. LII, No. 4.
- Kothari S. P., Shanken J., dan Sloan G. 1995. Another Look at the Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal Of Finance*, Vol. L, No. 1.
- Kraus, A. dan Litzenberg, R. 1976. Skewness Preference and the Valuation of Risk Assets. *Journal Of Finance*, 31: 1085-1100.
- Lakonishok, Josef dan Alan C. Shapiro. 1986. Systematic Risk, Total Risk, and Size as Determinants Of Stock Market Returns. *Journal Of Banking And Finance*. Vol. 10, No. 1: 115-132.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. dan Vishny, R. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. *The Journal Of Finance*, 49: 1541-1578.
- Lettau, M. dan Ludvigson, S. 2001. Resurrecting The C (CAPM): A Cross-Sectional Test When Risk Premia Are Time-Varying. *Journal Of Political Economy*, 109: 1238-87.
- L'Her, J.F., Masmoudi, T. dan Suret, J.M. 2004. Evidence To Support The Four-Factor Pricing Model From The Canadian Stock Market. *Journal Of International Financial Markets, Institutions And*

- Money* 14: 313-328.
- Liew, J. dan Vassalou, M. 2000. Can Book-To-Market Size and Momentum Be Risk Factors That Predict Economic Growth? *Journal Of Financial Economics*, 57: 221-245.
- Lintner, J. 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Revue Of Economics And Statistics*, 47: 13-37.
- Merton, Robert C. 1973. An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. *Econometrica*, Vol 41, No. 5: 867-887.
- Mossin, J. 1966. Equilibrium in A Capital Asset Market. *Econometrica*, 37: 768-783.
- Reinganum, Marc R. 1981. A New Empirical Perspective on The CAPM. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*. Vol 16, No. 4: 439-462.
- Ritter, Jay R. 2003. *Investment Banking and Securities Issuance: Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science B.V.
- Rogers, Pablo dan José Roberto Securato. 2007. Comparative Study of CAPM, Fama and French And Reward Beta Approach in The Brazilian Market. *SSRN Papers*.
- Rosenberg, B., Reid, K., dan Lanstein, R. 1985. Persuasive Evidence Of Market Inefficiency. *Journal Of Portfolio Management*, 11: 9-17.
- Ross, S. 1977. Risk, Return And Arbitrage', Risk And Return In Finance I, Friend, I. And Bicksler, J. (Eds.), Ballinger, Cambridge.
- Sharpe, W.F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk. *Journal Of Finance*, 19: 425-442.
- Stattman, Dennis. 1980. Book Values And Stock Returns. *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers* 4: 25-45.
- Strong, N. dan Xu, X.G. 1997. Explaining the Cross-Section of UK Expected Stock Returns. *British Accounting Review*. 29: 1-24.

**Tabel 2**  
**Uji Hipotesis Simultan dan Parsial**

*Panel A. Model CAPM dan derivasinya*

	B/H-Rf	B/M-Rf	B/L-Rf	S/H-Rf	S/M-Rf	S/L-Rf	B/W-Rf	B/N-Rf	B/L-Rf	S/W-Rf	S/N-Rf	S/L-Rf
<b>A.1 CAPM</b>												
Sig.t & F	0.645	0.816	0.004	0.019	0.539	0.005	0.893	0.307	0.007	0.040	0.078	0.018
<b>A2. SCAPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.654	0.223	0.000	0.006	0.317	0.001	0.869	0.095	0.000	0.010	0.099	0.000
Sig.Skew	0.792	0.209	0.004	0.061	0.418	0.015	0.908	0.176	0.002	0.064	0.349	0.003
Sig.F	0.869	0.439	0.000	0.011	0.596	0.001	0.984	0.236	0.000	0.022	0.138	0.001
<b>A3. KCAPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.197	0.251	0.000	0.132	0.137	0.000	0.391	0.127	0.000	0.149	0.077	0.000
Sig.Skew	0.141	0.506	0.044	0.643	0.195	0.008	0.265	0.456	0.022	0.715	0.305	0.001
Sig.Kurt	0.146	0.720	0.191	0.328	0.259	0.034	0.262	0.677	0.125	0.384	0.413	0.008
Sig.F	0.486	0.623	0.000	0.020	0.507	0.000	0.725	0.387	0.000	0.039	0.203	0.000

*Panel B. Model Tiga Faktor dan Derivasinya*

	B/H-Rf	B/M-Rf	B/L-Rf	S/H-Rf	S/M-Rf	S/L-Rf	B/W-Rf	B/N-Rf	B/L-Rf	S/W-Rf	S/N-Rf	S/L-Rf
<b>B.1 Model TFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.012	0.681	0.005	0.012	0.459	0.015	0.061	0.207	0.010	0.029	0.064	0.056
Sig.SMB	0.000	0.052	0.001	0.366	0.253	0.691	0.000	0.017	0.003	0.329	0.255	0.693
Sig.HML	0.000	0.946	0.001	0.147	0.252	0.013	0.000	0.908	0.002	0.201	0.263	0.009
Sig.F	0.000	0.216	0.000	0.053	0.516	0.001	0.000	0.054	0.000	0.108	0.179	0.002
<b>B.2 Model STFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.004	0.188	0.001	0.001	0.162	0.004	0.020	0.072	0.001	0.002	0.045	0.002
Sig.Skew	0.044	0.204	0.018	0.015	0.232	0.048	0.092	0.165	0.010	0.019	0.187	0.012
Sig.SMB	0.000	0.076	0.001	0.201	0.195	0.498	0.000	0.026	0.005	0.182	0.189	0.446
Sig.HML	0.000	0.772	0.005	0.033	0.152	0.051	0.000	0.782	0.010	0.053	0.149	0.044
Sig.F	0.000	0.194	0.000	0.008	0.443	0.001	0.000	0.049	0.000	0.020	0.155	0.000
<b>B.3 Model KTFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.000	0.289	0.006	0.029	0.031	0.001	0.001	0.158	0.002	0.039	0.018	0.000
Sig.Skew	0.000	0.643	0.306	0.842	0.055	0.013	0.004	0.627	0.161	0.792	0.102	0.002
Sig.Kurt	0.001	0.880	0.660	0.662	0.093	0.040	0.011	0.885	0.439	0.729	0.177	0.008
Sig.SMB	0.000	0.094	0.003	0.257	0.096	0.245	0.000	0.034	0.009	0.227	0.111	0.156
Sig.HML	0.000	0.753	0.008	0.051	0.069	0.141	0.000	0.764	0.021	0.075	0.083	0.145
Sig.F	0.000	0.304	0.000	0.018	0.248	0.000	0.000	0.092	0.000	0.039	0.131	0.000



Panel C. Model Empat Faktor dan Derivasinya

	B/H-Rf	B/M-Rf	B/L-Rf	S/H-Rf	S/M-Rf	S/L-Rf	B/W-Rf	B/N-Rf	B/L-Rf	S/W-Rf	S/N-Rf	S/L-Rf
<b>C.1 Model FFFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.014	0.710	0.006	0.014	0.538	0.013	0.023	0.242	0.012	0.029	0.081	0.053
Sig.SMB	0.000	0.053	0.001	0.381	0.278	0.656	0.000	0.015	0.001	0.327	0.279	0.677
Sig.HML	0.006	0.745	0.596	0.345	0.066	0.055	0.769	0.376	0.359	0.823	0.048	0.118
Sig.WML	0.550	0.701	0.319	0.691	0.130	0.315	0.004	0.309	0.014	0.752	0.093	0.586
Sig.F	0.000	0.336	0.000	0.102	0.328	0.002	0.000	0.071	0.000	0.191	0.100	0.005
<b>C2. Model SFFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.005	0.213	0.002	0.001	0.262	0.002	0.001	0.108	0.002	0.002	0.087	0.001
Sig.Skew	0.056	0.227	0.028	0.018	0.343	0.027	0.013	0.223	0.023	0.015	0.293	0.008
Sig.SMB	0.000	0.078	0.001	0.207	0.227	0.429	0.000	0.024	0.002	0.167	0.222	0.401
Sig.HML	0.006	0.792	0.502	0.384	0.074	0.035	0.656	0.408	0.400	0.915	0.054	0.071
Sig.WML	0.802	0.875	0.537	0.974	0.187	0.150	0.001	0.433	0.031	0.432	0.141	0.284
Sig.F	0.000	0.303	0.000	0.019	0.356	0.001	0.000	0.073	0.000	0.032	0.115	0.001
<b>C3. Model KFFPM</b>												
Sig.Rm-Rf	0.000	0.331	0.012	0.039	0.070	0.000	0.000	0.253	0.011	0.031	0.048	0.000
Sig.Skew	0.000	0.678	0.388	0.858	0.101	0.004	0.000	0.771	0.346	0.671	0.188	0.001
Sig.Kurt	0.001	0.904	0.747	0.665	0.146	0.015	0.000	0.993	0.701	0.845	0.273	0.003
Sig.SMB	0.000	0.097	0.003	0.268	0.124	0.154	0.000	0.030	0.004	0.202	0.147	0.100
Sig.HML	0.004	0.802	0.493	0.373	0.089	0.016	0.396	0.415	0.422	0.905	0.064	0.029
Sig.WML	0.667	0.897	0.592	0.957	0.303	0.049	0.000	0.446	0.043	0.469	0.216	0.081
Sig.F	0.000	0.426	0.000	0.035	0.262	0.000	0.000	0.126	0.000	0.060	0.124	0.000

**Tabel 3**  
**Kinerja Model Asset Pricing**

Panel A. Pendekatan Kriteria Informasi

Model Asset Pricing	AIC	SC
CAPM	-0.526	-0.448
SCAPM	-0.485	-0.368
KCAPM	-0.472	-0.316
TFFPM	-1.390	-1.234
STFFPM	-1.496	-1.301
KTFPM	-1.623	-1.389
FFPM	-1.356	-1.161
SFFPM	-1.482	-1.249
KFFPM	-1.656	-1.384

Hasil Uji Klasik Model Asset Pricing

Portfolio	DW-Hit	Collinearity Statistics		
		Proksi	Tolerance	VIF
Big/High	1.897			
Big/Medium	1.753	Mkt	0.22	4.51
Big/Low	1.856	Skew	0.22	4.51
Small/High	2.322			
Small/Medium	2.104			
Small/Low	2.305			
Big/Winner	1.976			
Big/Neutral	1.983			
Big/Looser	1.786			
Small/Winner	2.250			
Small/Neutral	1.933			
Small/Looser	2.355			

SCAPM

KCAPM

Portfolio	DW-Hit	Collinearity Statistics		
		Proksi	Tolerance	VIF
Big/High	2.075			
Big/Medium	1.732	Mkt	0.96	1.04
Big/Low	2.142	SMB	0.84	1.19
Small/High	2.167	HML	0.81	1.23
Small/Medium	1.911			
Small/Low	2.217			
Big/Winner	2.296			
Big/Neutral	1.899			
Big/Looser	2.048			
Small/Winner	2.191			
Small/Neutral	1.798			
Small/Looser	2.247			

TFM

STFPM

KTFPM

Portfolio	DW-Hit	Collinearity Statistics		
		Proksi	Tolerance	VIF
Big/High	2.135			
Big/Medium	1.742	Mkt	0.95	1.05
Big/Low	2.207	SMB	0.84	1.19
Small/High	2.185	HML	0.13	7.60
Small/Medium	2.007	WML	0.13	7.58
Small/Low	2.142			
Big/Winner	2.164			
Big/Neutral	1.932			
Big/Looser	2.233			
Small/Winner	2.174			
Small/Neutral	1.868			
Small/Looser	2.202			

FFPM

SFFPM

KEFPM

## **PENGARUH LINGKUNGAN BISNIS, ALIANSI STRATEJIK, DAN STRATEGI INOVASI TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN**

**Fahmy Radhi**

Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada  
Jalan Humaniora Nomor 1, Bulaksumur, Yogyakarta 55281  
Telepon +62 274 548510 – 548515, Fax. +62 274 563212  
E-mail: fahmyradhi@feb.ugm.ac.id

### **ABSTRACT**

Objective of study is to analyze how do the dimensions of business environment, strategic alliance and innovation strategy influence on corporate performance. A number of 197 medium and large manufacturing companies in Indonesia was selected purposively as the sample. Questionnaires were distributed through mail survey, while data were analyzed with structured equation modeling. The study found that there was only partial causal relationship between four dimensions of business environment, i.e. investment policy, copyright, market size, competition intensity, on innovation strategy. Similar findings were occurred to equity alliances which employ two dimensions, i.e. equity alliance and non equity alliance. From two dimensions, only equity alliances influenced the innovation strategy, while non equity did not influence. Consistent with previous studies, the result indicated that both product innovation and process innovation contributed significantly to corporate performance which was measured by profitability, market share, productivity and R&D intensity.

**Keywords:** product and process innovation, alliance strategy, business environment, corporate performance

### **PENDAHULUAN**

Strategi inovasi merupakan salah satu strategi bagi perusahaan dalam menciptakan keunggulan bersaing

sehingga dapat bertahan dalam lingkungan bisnis yang kompetitif (Cottam, 2001). Penelitian empiris yang menguji hubungan antara strategi inovasi dan kinerja perusahaan mendapatkan perhatian cukup besar dari para peneliti di bidang manajemen stratejik, manajemen operasi, dan manajemen teknologi. Namun, hasil penelitian yang menguji hubungan antara strategi inovasi dengan kinerja perusahaan masih memunculkan kontroversi. Beberapa penelitian membuktikan bahwa strategi inovasi yang diterapkan oleh perusahaan manufaktur berpengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan (Capon *et al.*, 1992; Zahra dan Das 1993; Deshpando *et al.*, 1993) Capon *et al.* (1992) dalam studinya yang menggunakan analisis regresi dan korelasi menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif antara penerapan strategi inovasi dengan kinerja perusahaan. Zahra dan Das (1993) juga menyimpulkan bahwa strategi inovasi merupakan variabel yang berpengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan manufaktur.

Di sisi lain, beberapa peneliti memberikan simpulan berlawanan dengan penelitian sebelumnya. Penelitian Chandler dan Hanks (1994) menyimpulkan bahwa tidak ada hubungan signifikan antara strategi inovasi dengan kinerja perusahaan. Kim dan Manbogue (1999) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa strategi inovasi berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, tetapi pengaruhnya tidak secara langsung. Lebih lanjut, kedua peneliti tersebut mengemukakan bahwa strategi inovasi hanya akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, apabila penerapan strategi inovasi mampu menciptakan *value innovation*,

sedangkan Powel (2000) mengemukakan bahwa strategi inovasi berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, jika perusahaan mampu menciptakan dimensi *position advantages*.

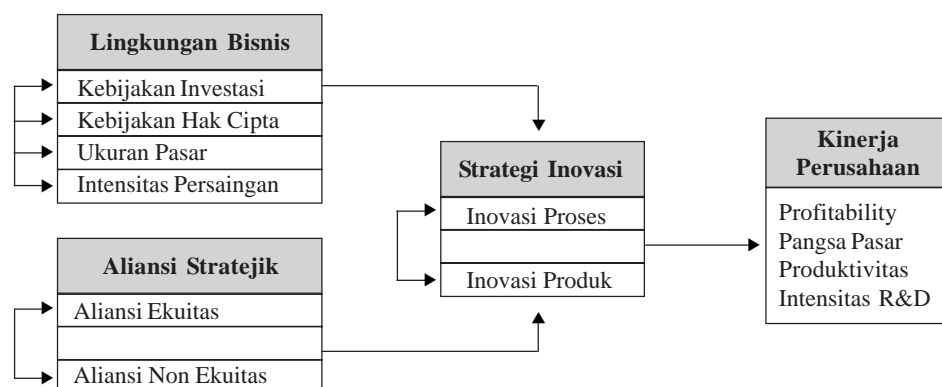
Selain adanya kontroversi tersebut, beberapa hasil penelitian juga memunculkan pertanyaan yang berkaitan dengan dimensi apa yang dominan dalam penerapan strategi inovasi yang berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan. Makadok (1998) menekankan pada dimensi inovasi produk sebagai variabel utama yang mendorong perusahaan mencapai kinerja yang tinggi, sementara Fernandez (2001) menyimpulkan dimensi inovasi proses sebagai variabel dominan yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Peneliti lainnya berpendapat bahwa integrasi antara inovasi proses dan inovasi produk secara bersama-sama merupakan dimensi yang berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan (Zahra dan Das 1993; Desphande *et al.*, 1993).

Hasil beberapa studi empiris yang meneliti tentang pengaruh aliansi strategik terhadap keberhasilan penerapan inovasi dan kinerja perusahaan juga memberikan hasil yang bervariasi (Kogut 1988; Grant dan Fuller 1995; Johansson 1995). Di samping itu, keberhasilan penerapan strategi inovasi perusahaan juga ditentukan oleh beberapa faktor di antaranya lingkungan bisnis dan ketidakpastian lingkungan (Swamidass dan Newell 1987; Ward *et al.*, 1995; Badri *et al.*, 2000). Kinerja perusahaan cenderung menurun

seiring dengan peningkatan ketidakpastian lingkungan (Swamidass dan Newell 1987). Tetapi temuan lain justru kinerja cenderung naik sejalan meningkatnya ketidakpastian lingkungan. Perusahaan yang mampu berinovasi dengan beradaptasi dengan lingkungan mampu menciptakan peluang dalam kondisi yang tidak dapat diprediksi (Ward *et al.*, 1995). Berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya, permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah faktor lingkungan yang meliputi kebijakan investasi, kebijakan perlindungan hak cipta, ukuran pasar, dan intensitas persaingan berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi; apakah penerapan aliansi strategik yang meliputi aliansi ekuitas dan aliansi non ekuitas berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi; dan apakah penerapan strategi inovasi yang meliputi dimensi inovasi proses dan inovasi produk berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

#### MATERI DAN METODE PENELITIAN

Model penelitian ini dikembangkan secara simultan berdasarkan model penelitian yang digunakan oleh Zahra dan Das (1993) dan Badri *et al.* (2000). Instrumen yang digunakan dalam penelitian ini juga dikembangkan dari kedua penelitian tersebut dan seluruh variabel yang digunakan diukur dengan menggunakan skala Likert 5 *point*. Kombinasi model penelitian Badri *et al.* (2000), Zahra dan Daz (1993) disajikan dalam Gambar 1.



Sumber: dimodifikasi dari Badri *et al.* (2000) dan Zahra dan Das (1993).

Gambar 1  
Model Penelitian

Pemerintah dapat mendukung inovasi dengan berbagai kebijakan, di antaranya kebijakan subsidi, pajak, penyebaran informasi, kebijakan investasi, dan kebijakan perlindungan hak cipta. Untuk melakukan inovasi lanjutan dibutuhkan adanya sejumlah investasi, sedangkan keputusan untuk melakukan investasi salah satunya ditentukan oleh kebijakan investasi yang kondusif (Smolny, 2003). Kebijakan yang kondusif dapat menurunkan berbagai biaya seperti biaya-biaya sosial yang tidak terkait langsung dengan kegiatan inovasi (Atun *et al.*, 2007). Menurunnya biaya ini menyebabkan investor dapat mengalokasikan dana lebih banyak ke dalam kegiatan-kegiatan yang berkaitan langsung dengan inovasi seperti misalnya kegiatan R&D. Dimensi investasi menurut Zahra dan Das (1993) tidak hanya mencakup investasi finansial, tetapi juga investasi dalam teknologi dan keahlian sumber daya manusia. Dengan adanya teknologi, perusahaan memiliki lebih banyak pilihan untuk melakukan produksi sehingga kemungkinan untuk menghasilkan inovasi baru lebih besar. Keahlian dan pengetahuan sumber daya manusia yang lebih baik juga mengakibatkan perusahaan untuk menciptakan inovasi dengan lebih mudah. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>1a</sub>:** Variabel kebijakan investasi berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi

Perlindungan terhadap hak cipta mempengaruhi strategi inovasi dari sisi penawaran dan permintaan. Berdasarkan sisi penawaran, perlindungan terhadap hak cipta bermanfaat bagi perkembangan inovasi itu sendiri (Steven and John, 2002). Tidak adanya perlindungan terhadap hak cipta menyebabkan inovator tidak mendapatkan keuntungan yang memadai karena inovasinya tersebut berakibat inovator hanya menghabiskan dana tetapi tidak memperoleh keuntungan dari inovasinya. Oleh karena itu, inovator tidak memiliki sumber daya yang cukup untuk melakukan inovasi lanjutan terhadap inovasi yang dilakukannya sehingga proses inovasi tidak berjalan secara berkelanjutan.

Berdasarkan sisi permintaan, adanya perlindungan terhadap hak cipta mampu meningkatkan kesejahteraan masyarakat karena penemu inovasi memperoleh insentif atas temuannya (Atun *et al.*, 2007). Inovasi merupakan temuan yang memberikan nilai tambah. Dengan demikian, nilai tambah akan turut

memberikan kontribusi terhadap kesejahteraan masyarakat. Efek multiplier dari peningkatan kesejahteraan ini adalah peningkatan daya beli terhadap produk-produk hasil inovasi. Keuntungan dari meningkatnya jumlah permintaan ini sebagian akan dialokasikan untuk mendanai R&D dan inovasi lanjutan. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>1b</sub>:** Variabel kebijakan perlindungan hak cipta berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi Menurut Smolny (2003). ukuran pasar

merupakan variabel yang menjadi pertimbangan bagi perusahaan untuk melakukan inovasi, karena berkaitan dengan skala ekonomis pengembangan produk sebagai hasil inovasi. Meskipun perusahaan dapat melakukan inovasi, tetapi jika tidak mencapai skala ekonomis inovasi tidak akan dikembangkan lebih lanjut karena tidak akan memberikan aliran kas masuk secara cukup. Dengan ukuran pasar yang semakin besar, perusahaan lebih mudah untuk mendapatkan insentif terhadap inovasi yang dilakukannya. Semakin besar ukuran pasar, yang direpresentasikan oleh peningkatan permintaan, semakin besar pula peluang perusahaan untuk melakukan inovasi. Inovasi juga mempermudah perusahaan untuk menjadi yang pertama di pasar sehingga mempermudah untuk menguasai pangsa pasar (Zahra and Das, 1993). Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>1c</sub>:** Variabel ukuran pasar berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi

Song dan Parry (1997) mengemukakan bahwa lingkungan bisnis yang kompetitif ditentukan oleh intensitas persaingan di pasar. Semakin kompetitifnya lingkungan bisnis dan perkembangan teknologi yang pesat mengakibatkan siklus hidup produk makin pendek, sehingga mendorong perusahaan-perusahaan yang bersaing untuk berlomba untuk menawarkan sesuatu yang baru dan bernilai bagi konsumennya melalui proses inovasi (Kim dan Manborgue 1999). Variabel lingkungan juga dapat mendorong kegiatan inovasi dan sinergi antarperusahaan untuk menciptakan keunggulan bersaing dalam kondisi lingkungan bisnis yang penuh ketidakpastian. Dengan menggunakan metode simulasi, Swamidass dan Newell (1987) menemukan rata-rata waktu yang diperlukan untuk melakukan inovasi dengan inovasi lanjutan semakin berkurang sejalan dengan meningkatnya

intensitas kompetisi. Kondisi seperti ini juga memperpendek siklus hidup produk. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>1d</sub>:** Variabel intensitas persaingan berpengaruh terhadap penerapan strategi inovasi

Aliansi strategik merupakan hubungan kerjasama jangka panjang dengan ketentuan pihak-pihak yang terlibat dalam kerjasama tersebut bersepakat untuk melakukan modifikasi praktik bisnis secara sinergis untuk mencapai kinerja perusahaan secara bersama-sama (Johansson, 1995). Dengan adanya aliansi, membantu perusahaan untuk melakukan efisiensi dengan menghindari adanya duplikasi fungsi-fungsi dalam perusahaan. Aliansi memungkinkan perusahaan suatu fasilitas dimanfaatkan secara bersama-sama sehingga lebih efisien. Di samping itu, penggunaan fasilitas secara kolektif ini juga lebih mudah untuk mencapai skala ekonomis. Manfaat lain aliansi adalah adanya distribusi risiko jika terjadi kegagalan inovasi sehingga risiko yang ditanggung masing-masing perusahaan menjadi lebih kecil dibandingkan jika perusahaan berdiri sendiri. Aliansi strategis berpotensi untuk saling memberikan kontribusi di antara pihak-pihak yang terlibat dalam aliansi dengan berbagai kapabilitas dan kompetensi sumberdaya manusia, pengembangan *portofolio* sumber daya, dan pengembangan inovasi (Barney, 2001). Secara singkat, dapat dinyatakan dengan adanya aliansi kemampuan perusahaan untuk melakukan inovasi semakin besar dengan adanya aliansi. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>2</sub>:** Aliansi strategik berpengaruh terhadap keberhasilan penerapan strategi inovasi

Penelitian yang dilakukan oleh Rothaermel *et al.* (2004) terhadap 889 aliansi strategis pada industri farmasi menyimpulkan bahwa pelaksanaan aliansi strategis mempengaruhi secara positif terhadap pengembangan produk melalui akumulasi kompetensi dalam proses inovasi. Johansson (1995) menunjukkan bahwa aliansi ekuitas dilakukan dengan alasan utama untuk mengatasi permasalahan sumber daya keuangan yang terbatas. Keterbatasan sumber daya keuangan ini seringkali dihadapi pada tahap awal proses inovasi atau tahap awal proses produksi. Akibatnya, beberapa area yang sering menjadi fokus aliansi ekuitas adalah area yang memerlukan *set up cost* besar, seperti misalnya eksplorasi, pengembangan material baru, dan

R&D. Dalam kondisi ekstrim, aliansi ekuitas ini juga dapat dilakukan dengan pesaing untuk standar industri. Dengan adanya standar industri, meskipun aliansi dilakukan dengan pesaing akan menciptakan hambatan masuk bagi calon pesaing baru. Manfaat lain yang dijelaskan oleh Johansson (1995) adalah aliansi dalam saluran distribusi dapat bermanfaat untuk meningkatkan kapasitas produksi di satu pihak dan meningkatkan akses pasar bagi pihak lain. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>2a</sub>:** Aliansi ekuitas berpengaruh terhadap keberhasilan penerapan strategi inovasi

Salah satu tujuan dalam aliansi non-ekuitas adalah mendorong proses pembelajaran dan peningkatan kemampuan teknologi yang dibutuhkan dalam pengembangan produk baru (Hamel *et al.*, 1989). Di samping itu, aliansi juga dapat bertujuan untuk mengakuisisi dan penciptaan sumber daya dan keahlian (Lambe *et al.*, 2002). Namun demikian, tidak semua aliansi ini didasarkan pada pertimbangan ekonomis yang rasional di antaranya karena *trend setting* atau *bandwagon behavior*. Alasan lain aliansi adalah untuk memfasilitasi transfer pengetahuan (Simonin, 1999). Dengan adanya transfer teknologi seperti ini, maka perusahaan mitra aliansi tidak perlu memulai proses inovasi dari awal. Mitra aliansi hanya tinggal mengadopsi inovasi yang sudah ada meskipun harus disertai dengan persyaratan. Dalam proses adopsi ini, risiko kegagalan yang dihadapi lebih kecil karena perusahaan dapat memilih inovasi-inovasi yang telah matang dan layak secara ekonomis. Aliansi semacam ini dikenal dengan istilah lisensi.

Steven and John (2002) menjelaskan bentuk lain dalam aliansi non-ekuitas yaitu *sub-contracting* sebagai kerja sama dalam melakukan proses produksi komponen yang dibutuhkan. Perusahaan kecil yang menerima sub kontrak secara tidak langsung akan menerima transfer inovasi dari perusahaan yang mengkontrakkan sebagian pekerjaannya. Secara tidak langsung, perusahaan kecil tersebut akan menguasai inovasi yang disubkontrakkan perusahaan besar kepadanya. Dalam metode seperti ini, kemungkinan keberhasilan strategi inovasi menjadi besar karena perusahaan yang mengkontrakkan pekerjaannya harus menjamin bahwa inovasi yang dilakukan oleh sub kontraktornya berjalan dengan baik. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:



**H<sub>2b</sub>:** Aliansi non ekuitas berpengaruh terhadap keberhasilan penerapan strategi inovasi

Penelitian terdahulu membuktikan strategi inovasi yang diterapkan oleh perusahaan manufaktur berpengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan (Capon *et al.*, 1992); (Zahra dan Das, 1993); (Deshpando *et al.*, 1993); (Li *et al.*, 2001); dan (Capon *et al.*, 1992). Hal ini nampak dalam studinya yang menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif antara strategi inovasi yang dilakukan dengan kinerja perusahaan. Makadok (1998) menekankan pada dimensi inovasi produk sebagai variabel utama yang mendorong perusahaan mencapai kinerja yang tinggi. Inovasi membantu perusahaan untuk memposisikan dirinya agar berbeda dengan pesaingnya. Inovasi memungkinkan perusahaan perusahaan untuk menjadi *market leader* dan menguasai pangsa pasar (Zahra dan Das 1993). Tid *et al.* (2005) memperkuat pendapat Zahra dan Das (1993) yang menyatakan bahwa peningkatan kinerja disebabkan peningkatan pangsa pasar yang disebabkan oleh peningkatan produktifitas dan reliabilitas operasional.

Inovasi produk dan inovasi proses memiliki peran yang setara untuk memberikan kontribusi terhadap kinerja. Fernandez (2001) menyimpulkan bahwa dimensi inovasi proses sebagai variabel dominan yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Desphande *et al.*, 1993). Oleh karena itu, Zahra dan Das (1993) menyarankan integrasi antara inovasi proses dan inovasi produk untuk diimplementasikan agar

memberikan pengaruh optimal terhadap kinerja. Berdasarkan penjelasan tersebut disusun hipotesis penelitian:

**H<sub>3a</sub>:** Inovasi proses berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

**H<sub>3b</sub>:** Inovasi produk berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

Populasi penelitian ini meliputi seluruh perusahaan manufaktur yang beroperasi di Indonesia, yang terdaftar dalam Direktori Perusahaan Manufaktur yang diterbitkan oleh Badan Pusat Statistik (BPS). Sampel ditentukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan unit analisis perusahaan-perusahaan manufaktur, dan sebagai responden adalah manajer puncak, manajer produksi, dan manajer R&D. Kriteria yang digunakan dalam *purposive sampling* ini adalah perusahaan menengah dan besar yang memiliki skala besar dan memiliki kerja sama dengan perusahaan lain, baik perusahaan asing maupun perusahaan domestik, dalam bentuk aliansi ekuitas dan atau aliansi non-ekuitas. Data dikumpulkan dengan *mail survey* melalui pos dengan fasilitas bebas perangko balasan dan melalui kuesioner yang dikirim melalui *e-mail* perusahaan yang menjadi responden.

## HASIL PENELITIAN

Berdasarkan 500 kuesioner yang dikirimkan, terdapat 204 yang kembali dengan rincian 7 kuesioner tidak terisi lengkap dan 197 yang dapat dianalisis lebih lanjut.

**Tabel 1**  
**Ukuran Fit Sebuah Model Berdasarkan SEM**

No.	Kriteria	Nilai yang direkomendasikan	Output Model	Evaluasi
1.	Chi-square ( $X^2$ )	Diharapkan kecil	136,923	Baik
2.	$X^2$ -significance probability	$\geq 0,05$	-	Baik
3.	Relative $X^2$ (CMIN/DF)	$\leq 2,00$	1,424	Baik
4.	Goodness-of-fit-index (GFI)	$\geq 0,90$	0,977	Baik
5.	Adjusted goodness-of-fit-index (AGFI)	$\geq 0,80$	0,960	Baik
6.	Tucker-Lewis index (TLI)	$\geq 0,90$	0,907	Baik
7.	Normed fit index (NFI)	$\geq 0,90$	0,932	Baik
8.	Comparative fit index (CFI)	$\geq 0,90$	0,961	Baik
9.	Root mean square of error approximation (RMSEA)	$\geq 0,08$	0,132	Baik

Sumber: Data primer. Diolah.

Sampel sejumlah ini meliputi 22 jenis industri dari 23 jenis industri yang terdapat dalam direktori BPS edisi tahun 2006. Sampel ini dapat dikategorikan lebih baik dibandingkan penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ciptono (2006), Zahra dan Daz (1993), serta Badri *et al.* (2000) yang hanya menggunakan sampel pada industri perminyakan.

Dalam analisis *Structural Equation Model* (SEM), terdapat berbagai kriteria untuk menentukan apakah sebuah model yang diujikan dapat diterima (Hair *et al.*, 1998). Hasil evaluasi *Goodness of Fit* model yang telah dimodifikasi menunjukkan bahwa semua kriteria terpenuhi dengan baik sehingga dapat digunakan untuk analisis selanjutnya.

## PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan dua parameter untuk mengukur lingkungan bisnis, yaitu kebijakan investasi dan kebijakan perlindungan hak cipta serta ukuran pasar dan intensitas persaingan. Berikut disajikan Tabel 2 tentang hasil uji pengaruh lingkungan bisnis terhadap strategi inovasi:

Berdasarkan Tabel 2 terlihat bahwa untuk hipotesis 1a tidak didukung sepenuhnya oleh bukti empiris. Pengujian pengaruh kebijakan investasi (KI) terhadap inovasi proses (IPS) menghasilkan nilai CR 2,242. Nilai CR ini lebih besar dari pada 2,00 sehingga hipotesis tersebut signifikan pada  $p < 0,01$ . Sebaliknya untuk pengujian kebijakan investasi terhadap inovasi produk (IPR) menghasilkan CR -0,223 atau lebih kecil dari 2,00. Berdasarkan hasil ini dapat dinyatakan bahwa

hipotesis 1a hanya didukung secara parsial. Salah satu penjelasan mengenai tidak didukungnya pengaruh kebijakan investasi terhadap strategi inovasi karena kebijakan investasi yang ditetapkan oleh pemerintah hanya mendukung kebijakan inovasi proses. Salah satu penjelasan mengenai hal ini adalah pemerintah mempermudah adopsi teknologi dan alat-alat produksi yang digunakan untuk menciptakan inovasi-inovasi tetapi pemerintah kurang memperhatikan perlindungan terhadap hasil inovasi yang dihasilkan.

Hipotesis 1b menguji pengaruh perlindungan hak cipta (KHC) terhadap inovasi produk dan inovasi proses. Berdasarkan hasil pengujian empiris diperoleh hasil bahwa pengaruh kebijakan hak cipta terhadap inovasi proses menghasilkan CR 0,46 sedangkan pengaruh kebijakan hak cipta terhadap inovasi produk menghasilkan CR 0,581. Berdasarkan nilai CR yang dihasilkan ini, kebijakan hak cipta tidak memberikan dampak terhadap inovasi proses maupun inovasi produk. Kondisi ini tentu saja melemahkan upaya-upaya yang akan dilakukan perusahaan untuk melakukan inovasi. Lemahnya perlindungan terhadap hak cipta ini mendorong perusahaan enggan untuk melakukan inovasi. Perusahaan tidak mendapatkan jaminan akan mendapatkan insentif karena tidak adanya perlindungan terhadap inovasi yang dilakukannya.

Hipotesis 1c menguji pengaruh ukuran pasar (UP) terhadap inovasi produk dan inovasi proses. Pengujian empiris menghasilkan nilai CR untuk inovasi produk dan inovasi proses masing-masing sebesar 5,063 dan 2,091. Dengan nilai CR yang di atas 2,00 ini, maka dapat dinyatakan bahwa ukuran pasar

**Tabel 2**  
**Hasil Uji Pengaruh Lingkungan Bisnis terhadap Strategi Inovasi**

Variabel	Hipotesis	Estimasi	SE	CR	Evaluasi
KI→IPS	H1a	0,18	0,081	2,242	Signifikan
KI→IPR	H1a	-0,022	0,1	-0,223	Tidak signifikan
KHC→IPS	H1b	0,041	0,089	0,46	Tidak signifikan
KHC→IPR	H1b	0,041	0,071	0,581	Tidak signifikan
UP→IPS	H1c	0,363	0,072	5,063	Signifikan
UP→IPR	H1c	0,185	0,088	2,091	Signifikan
IP→IPS	H1d	-0,018	0,067	-0,263	Tidak signifikan
IP→IPR	H1d	0,144	0,084	1,712	Tidak signifikan

Sumber: Data primer. Diolah.

berpengaruh terhadap inovasi proses maupun inovasi produk. Ukuran pasar dipandang perlu bagi perusahaan untuk mencapai skala ekonomis agar inovasi yang diterapkan layak untuk diterapkan. Apabila pasar tidak mencapai jumlah tertentu, maka perusahaan tidak akan dapat menerapkan inovasi produk maupun inovasi proses.

Hipotesis 1d yang menguji pengaruh intensitas persaingan (IP) terhadap inovasi produk dan inovasi proses menghasilkan nilai CR -0,263 dan 1,712. Berdasarkan nilai ini maka dapat dinyatakan bahwa intensitas persaingan tidak berpengaruh terhadap inovasi produk maupun inovasi proses karena nilai CR berada di bawah 2,00. Persaingan bukan merupakan faktor pendorong bagi perusahaan untuk menerapkan inovasi. Dengan demikian, strategi inovasi yang diterapkan oleh perusahaan tidak mendorong perusahaan lain untuk melakukan inovasi serupa.

Hasil uji model penelitian yang diajukan dalam penelitian ini memberikan hasil yang bervariasi. Untuk pengujian hipotesis 1a, yang menguji hubungan kebijakan investasi terhadap inovasi proses dan inovasi produk, memberikan hasil yang bervariasi. Hal ini mengindikasikan bahwa lingkungan bisnis belum memberikan kepastian dalam menunjang terciptanya inovasi bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia. Misalnya lingkungan bisnis yang terkait dengan kebijakan investasi tidak secara konsisten memberikan dampak positif terhadap inovasi proses tetapi tidak memberikan dampak positif terhadap inovasi produk. Kondisi ini menunjukkan bahwa investasi dalam inovasi proses dinilai lebih menguntungkan dibandingkan dengan investasi dalam inovasi produk. Salah satu penjelasan mengenai hal ini adalah inovasi proses lebih terjaga hak ciptanya dibandingkan dengan inovasi produk. Sejak produk diluncurkan di pasar, maka

perusahaan lain akan dapat mengenali inovasi yang dilakukan perusahaan dan kemudian dapat melakukan imitasi, sedangkan inovasi proses tidak dapat diketahui oleh pesaing apabila pesaing tersebut tidak secara langsung masuk ke dalam perusahaan yang bersangkutan. Perlindungan terhadap hak cipta ini bermanfaat bagi perkembangan inovasi itu sendiri dengan memberikan kesempatan bagi pelaku inovasi untuk mendapatkan insentif dari inovasi yang dilakukannya (Steven and John, 2002). Dalam kondisi lingkungan bisnis yang tidak menjamin adanya kepastian seperti ini, kinerja perusahaan cenderung menurun sejalan dengan meningkatnya ketidakpastian lingkungan bisnis (Swamidass dan Newell, 1987). Perusahaan menghadapi risiko kegagalan dalam menerapkan inovasi dalam situasi yang penuh dengan ketidakpastian. Akibatnya, perusahaan enggan untuk melakukan inovasi (Ward *et al.*, 1995).

Hipotesis 2a yang menganalisis aliansi ekuitas (EA) terhadap inovasi produk dan proses menghasilkan CR masing-masing sebesar 4,644 dan 3,162, Nilai CR yang dihasilkan ini di atas 2,00 sehingga dapat dinyatakan aliansi ekuitas berpengaruh terhadap inovasi produk dan inovasi proses. Perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia memerlukan aliansi ekuitas dengan perusahaan lain untuk melakukan inovasi. Berdasarkan hasil ini dapat dikatakan bahwa secara sumber daya perusahaan manufaktur di Indonesia mengalami kendala sumber daya untuk melakukan inovasi.

Sebaliknya, hipotesis 2b yang menganalisis aliansi non-ekuitas terhadap inovasi produk dan proses tidak ditemukan adanya pengaruh yang signifikan aliansi ini terhadap inovasi produk dan proses. Berdasarkan bukti ini dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia

**Tabel 3**  
**Hasil Uji Pengaruh Aliansi Strategik terhadap Penerapan Strategi Inovasi**

Variabel	Hipotesis	Estimasi	SE	CR	Evaluasi
EA→IPS	H2a	0,378	0,081	4,644	Signifikan
EA→IPR	H2a	0,28	0,089	3,162	Signifikan
NEA→IPS	H2b	-0,021	0,071	-0,294	Tidak signifikan
NEA→IPR	H2b	-0,067	0,1	-0,672	Tidak signifikan

Sumber: Data primer. Diolah.

menjalin aliansi dengan perusahaan lain dalam bukan dalam upaya untuk memperoleh keterampilan, pengetahuan, dan keterampilan yang terkait dengan inovasi. Kondisi ini bertentangan dengan temuan Alvarez dan Barney (2001) yang menyatakan bahwa aliansi strategik ditujukan untuk memperoleh pembelajaran organisasi dan memperoleh akses terhadap teknologi. Pembelajaran organisasi dan akses terhadap teknologi ini akan memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk melakukan inovasi sehingga meningkatkan kinerja perusahaan.

Perusahaan manufaktur yang menjadi sampel studi ini melakukan aliansi guna mengatasi keterbatasan jumlah modal yang dimilikinya dalam upaya untuk melakukan inovasi. Secara implisit, hasil ini juga menunjukkan bahwa salah satu kendala perusahaan manufaktur di Indonesia untuk melakukan inovasi adalah minimnya dana yang tersedia untuk melakukan inovasi. Namun demikian, terdapat kemungkinan lain yang memotivasi perusahaan untuk melakukan aliansi. Perusahaan tersebut memiliki modal yang cukup akan tetapi enggan untuk menyediakan dana yang besar untuk kepentingan inovasi karena dinilai berisiko. Risiko penerapan inovasi ini semakin tinggi pada produk-produk yang memiliki kandungan teknologi yang tinggi dan daur hidup produk yang pendek. Produk-produk yang memiliki daur hidup relatif pendek memiliki frekuensi inovasi lebih tinggi dibandingkan produk dengan daur hidup yang lebih panjang. Sebagian besar perusahaan yang melakukan aliansi ekuitas ditujukan untuk mengatasi kekurangan modal dan penggunaan dana aliansi tersebut digunakan untuk R&D, lisensi internasional, distribusi bersama, dan aliansi strategis internasional (Johansson, 1995).

Aliansi ekuitas yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur ini lebih terkait dengan *hard skill*, karena *hard skill* memiliki keterkaitan yang lebih kuat dengan modal dibandingkan dengan *soft skill* (Agarwal, 1995). *Hard skill* sebagian besar berwujud fisik yang dapat diakuisisi secara mudah selama terdapat ketersediaan modal. Dengan demikian, mayoritas konstrain strategi inovasi yang akan diterapkan oleh perusahaan adalah ketersediaan *hard skill*. Namun demikian, perlu dicermati bahwa karena *hard skill* ini dapat dengan mudah diakuisisi selama modal tersedia, keunggulan kompetitif inovasi yang

diciptakan berdasarkan *hard skill* ini juga akan dapat dengan mudah untuk ditiru.

Berdasarkan hasil pengujian statistik, aliansi non-ekuitas tidak berpengaruh terhadap inovasi produk dan inovasi proses. Menurut Hamel *et al.* (1989), salah satu tujuan dalam aliansi non-ekuitas adalah mendorong proses pembelajaran dan peningkatan kemampuan teknologi yang dibutuhkan dalam pengembangan produk baru. Berdasarkan pengujian ini terbukti bahwa aliansi non-ekuitas bukan merupakan sarana pembelajaran bagi organisasi untuk memperoleh pengetahuan baru. Di samping itu, aliansi ini juga dapat bertujuan untuk mengakuisisi dan penciptaan sumber daya dan keahlian (Lambe *et al.*, 2002). Menurut Lambe *et al.* (2002), dapat dikemukakan bahwa aliansi non-ekuitas ini bukan merupakan sarana yang baik untuk melakukan transfer teknologi dan transfer *soft skill*. Perusahaan-perusahaan manufaktur yang berupaya untuk menerapkan inovasi tidak mengalami kendala yang besar dalam masalah *soft skill*.

Hipotesis 3a dan 3b masing-masing menguji pengaruh inovasi proses dan inovasi produk terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan empat parameter yaitu profitabilitas (P), pangsa pasar (PP), produktifitas (PR) dan intensitas R&D (IRD). Analisis pengaruh IPR terhadap P, PP, PR, dan intensitas IRD menghasilkan CR masing-masing sebesar 8,863, 8,532, 4,686, dan 7,254. Kasus yang sama juga terjadi pada hipotesis 3b yang menguji pengaruh inovasi produk terhadap kinerja perusahaan menghasilkan CR masing-masing sebesar 2,841, 2,989, 3,882, dan 2,377. Seluruh nilai CR tersebut berada di atas nilai 2,000 sehingga dinyatakan bahwa inovasi proses dan inovasi produk berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan empat parameter tersebut.

Temuan ini bertentangan dengan temuan empiris sebelumnya yang menunjukkan adanya korelasi negatif antara strategi inovasi dengan kinerja (Powel, 2000). Apabila dianalisis dengan melihat nilai *critical ratio* dari hasil uji diperoleh bahwa nilai *critical ratio* inovasi proses secara konsisten lebih besar dibandingkan dengan inovasi produk. Temuan ini mengindikasikan bahwa inovasi proses memiliki pengaruh lebih besar terhadap peningkatan kinerja perusahaan dan sekaligus bertentangan dengan temuan Makadok (1988) dan mendukung temuan Fernandez (2001). Inovasi produk

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Pengaruh Strategi Inovasi terhadap Kinerja Perusahaan**

Variabel	Hipotesis	Estimasi	SE	CR	Evaluasi
IPS→P	H3a	0,707	0,08	8,863	Signifikan
IPS→PP	H3a	0,683	0,08	8,532	Signifikan
IPS→PR	H3a	0,404	0,086	4,686	Signifikan
IPS→IRD	H3a	0,608	0,084	7,254	Signifikan
IPR→P	H3b	0,18	0,063	2,841	Signifikan
IPR→PP	H3b	0,19	0,064	2,989	Signifikan
IPR→PR	H3b	0,274	0,071	3,882	Signifikan
IPR→IRD	H3b	0,16	0,067	2,377	Signifikan

Sumber: Data primer. Diolah.

dan inovasi proses tidak terjadi *trade-off* bahkan saling melengkapi karena keduanya dapat diimplementasikan secara simultan untuk meningkatkan kinerja. Bukti ini juga mengkonfirmasi temuan Zahra dan Das (1993) yang menemukan kedua jenis inovasi ini berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja.

Inovasi proses mendorong perusahaan untuk menemukan cara, teknik, dan metode baru untuk memproduksi secara lebih efisien dengan cara menggunakan input yang setara untuk menghasilkan output lebih besar. Akibatnya, produktifitas sistem produksi akan meningkat (Ellitan *et al.*, 2003). Sebaliknya, dengan adanya inovasi produk, dapat dilakukan *value engineering* yaitu penyederhanaan desain produk untuk menghasilkan produk dengan fungsi akhir yang sama. Komponen-komponen yang sebelumnya terpisah, dapat digabung menjadi satu sehingga desain menjadi lebih sederhana. Dengan metode ini, produktifitas juga menjadi meningkat karena desain menjadi lebih sederhana (Heizer dan Render, 2004). Pada saat yang bersamaan, proses produksi juga bekerja secara lebih efisien karena adanya penggabungan beberapa komponen yang sebelumnya terpisah kemudian menjadi satu (Chase and Aquilano, 1998). Dengan kata lain, *value engineering* juga memberikan kontribusi terhadap inovasi proses dalam meningkatkan produktifitas.

Perusahaan yang menerapkan inovasi produk dan memasuki pasar lebih awal lebih mudah untuk menjadi pemimpin pasar. Pelanggan lebih mudah mengidentifikasi dan mengenali perusahaan yang pertama kali melakukan inovasi produk dibandingkan perusahaan yang melakukan inovasi pada waktu yang

lebih akhir (Zahra dan Das, 1993). Akibatnya, pelaku inovasi yang masuk ke pasar paling awal berpotensi memiliki pangsa pasar terbesar dibandingkan perusahaan-perusahaan lain. Pada industri jenis inovasi, proses juga berperan terhadap peningkatan pangsa pasar perusahaan terutama apabila perusahaan bersaing dengan menggunakan keunggulan kompetitif biaya rendah (Porter, 1985). Dengan adanya inovasi proses, dapat dicapai efisiensi produksi sehingga biaya produksi dapat ditekan menjadi lebih rendah. Inovasi produk dan inovasi proses memerlukan biaya dalam proses penciptaannya. Salah satu prasyarat agar inovasi ini dapat terus berkembang adalah pelaku inovasi tersebut memperoleh insentif sebagai kompensasi agar dapat melakukan inovasi lanjutan (Atun *et al.*, 2007). Berdasarkan hasil analisis empiris diperoleh bukti bahwa inovasi produk dan inovasi proses berpengaruh positif terhadap kinerja yang diukur dengan parameter intensitas R&D. Salah satu penjelasan mengenai hal ini adalah bahwa perusahaan memperoleh insentif dari inovasi yang dilakukannya. Bukti ini merupakan temuan menarik sebab di Indonesia belum terdapat mekanisme perlindungan hak cipta yang memadai. Secara teori, belum adanya perlindungan hak cipta yang memadai ini mendorong pelaku inovasi untuk melakukan inovasi lanjutan karena tidak adanya insentif dari inovasi yang dilakukannya. Salah satu penjelasan dari hal ini adalah inovasi yang dilakukan oleh perusahaan tersebut hanyalah inovasi sekunder. Inovasi ini hanya bertujuan untuk memperbaiki temuan yang sudah atau memberikan sedikit variasi dari inovasi yang orisinal. Inovasi seperti ini hanya dapat dikategorikan sebagai inovasi sekunder. Strategi ini



dilakukan hanya dengan tujuan agar perusahaan terhindar dari tuntutan penciplakan.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan analisis hasil statistik dapat disimpulkan bahwa lingkungan bisnis belum sepenuhnya mendukung aktifitas inovasi yang dilakukan oleh perusahaan. Di samping itu, juga terdapat perbedaan pengaruh kebijakan investasi terhadap kategori inovasi yang dilakukan. Variabel lingkungan bisnis yang berpengaruh terhadap inovasi proses belum tentu berpengaruh terhadap inovasi produk, begitu pula sebaliknya. Berdasarkan empat parameter yang digunakan untuk mengukur lingkungan bisnis, dua di antaranya kebijakan hak cipta dan intensitas persaingan secara konsisten ditemukan tidak terdapat pengaruh yang signifikan terhadap inovasi produk dan inovasi proses, sedangkan parameter yang secara konsisten memberikan pengaruh secara signifikan adalah ukuran pasar. Salah satu penjelasan mengenai hal ini adalah perusahaan sangat memerlukan ukuran pasar bagi produk-produk inovatif untuk menekan biaya produksi terutama biaya tetap. Satu parameter lain yaitu kebijakan investasi memberikan hasil yang tidak konsisten. Parameter lingkungan bisnis ini hanya berpengaruh terhadap inovasi proses tetapi tidak demikian halnya terhadap inovasi produk.

### Saran

Perusahaan-perusahaan manufaktur secara konsisten memerlukan aliansi ekuitas untuk melakukan inovasi proses dan inovasi produk. Berdasarkan bukti empiris ini tampak sangat jelas bahwa kendala terbesar bagi perusahaan manufaktur dalam melakukan inovasi adalah kekurangan modal. Inovasi bagi perusahaan-perusahaan manufaktur memerlukan permodalan yang besar atau kemungkinan lain strategi inovasi masih belum dipandang penting sehingga untuk melakukan inovasi perusahaan perlu menjalin kerja sama dengan pihak lain untuk meringankan beban ekuitas. Sebaliknya, aliansi non-ekuitas tidak menunjukkan signifikansi terhadap strategi inovasi produk maupun inovasi proses.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, S. 1995. Emerging Hard and Soft Technology: Current Status, Issues and Implementation Problem. *International Journal of Management Science*, 23, 3: 323-339.
- Alvarez, S.A. dan J.B. Barney. 2001. How entrepreneurial firms can benefit from alliances with large partners. *The Academy of Management Executive*, 15, 1: 139-148.
- Atun, RA., Havey, I., dan Wild, Joff. 2007. Innovation, Patents, and Economic Growth. *International Journal of Innovation Management*, 11, 2: 279-297.
- Badri, M.A., Davis, D. & Davis, D. 2000. Operation Strategy, Environment Uncertainty, and Performance: a Path Analytic Model of Industries in Developing Country. *International Journal of Management Science*, 28: 155-173.
- Barney, J.B. 2001 Is Resource-Based View a Useful Perspective of Strategic Research? Yes. *Academy of Management Review*, 26: 41-56.
- Badan Pusat Statistik. 2003. *Statistik Industri Perusahaan Manufaktur Skala Menengah dan Besar*. Jakarta, Indonesia.
- Capon, N., J.U. Farley, D.R. Lehmann, J.M. Hulbert. 1992. Profiles of Product Innovators Among Large U.S. Manufacturers. *Management Science*. 38, 2: 157-162.
- Chandler, G.N, Hanks, S.H. 1994. Market Attractiveness, Resource-based Capabilities, Venture Strategies, and Venture Performance. *Journal of Business Venturing*, 9, 4: 331-350.
- Chase, B.R. Aquilano, J.N., & Jacobs, R.F. 1998. *Operation Management for Competitive Advantage*. New York: Mc. Graw Hill, Ninth Edition.
- Ciptono, W.S. 2006. A Sequential Model of Innovation Strategy-Company Non-Financial Performance



- Links, *Gadjah Mada International Journal of Business*, May-August, 8, 2: 137-178.
- Cottam, A.J. Ensor, and C. Band. 2001. A Benchmark Study of Strategic Commitment to Innovation, *European Journal of Innovation Management*, 4, 2: 88-94.
- Desphande, R, Farley, U.J., & Webster, E.F. 1993. Corporate Culture, Customer Orientation, & Innovativeness in Japanese Firm, A Quadratic Analysis. *Journal of Marketing*, 57, January: 23-37.
- Ellitan, L., Jantan, M., Dahlan, N., 2003. The Integrative Effect of Hard and Soft Technology on Firm's Performance: an Empirical Study from Indonesia. *5th Asian Academy of Management Conference*, September 10<sup>th</sup> -13<sup>th</sup>, 2003: 255-264.
- Fernandez, M.A. 2001. Innovation Process in An Accident and Emergency Departement. *European Journal of Innovation Management*, 4, 4: 664-687.
- Grant, M dan Fuller, C., 1995, "Knowledge Based View Theory of The Inter Firm Collaboration", *Research Paper*:17-21.
- Hair, J.R, R.E. Anderson, R. L. Tatham, & W.C. Black. 1998. *Multivariate Data Analysis*. 5<sup>th</sup> Edition. Upper Saddle River, NJ: Prentise-Hall, Inc.
- Heizer, J & Render, B. 2004. *Operation Management Seventh Edition*. Pearson Education International.
- Johansson, J.K. 1995. International Alliances: Why Now?. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 23, 4: 301-304.
- Kim, C.W, & Manborgue, R. 1999. Strategy, Value Innovation, & Knowledge Economy. *Sloan Management Review*, Spring Edition.
- Kogut, B., 1988, "A Study of Live Cycle of Joint Venture", *Management International Review*: 39-50.
- Lambe, CC., Spekman, RE., dan Hunt, SD. 2002. Alliance Competence, Resources, and Alliance Success: Conceptualization, Measurement, and Initial Test, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 20, 2: 141-158.
- Makadok, R. 1998. Can first-mover and early-mover advantages be sustained in an industry with low barriers to entry? *Strategic Management Journal*, 19, 7: 683-696.
- Porter, M.E. 1985. *Competitive Advantage-Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press: 145-156.
- Powel, C.T. 2000. Competitive Advantage: Logical & Philosophical Considerations. *Strategy Management Journal*, 22: 875-888.
- Rothaermel, F.T., Hagedoorn, J., Roijakkers, N., 2004. Technological Core Transformation through Collaboration: the Role of Exploration and Exploitation Alliances. *Working Paper*, College of Management, Georgia Institute of Technology.
- Simonim, BL. 1999. Ambiguity and the Process of Knowledge Transfer in Strategic Alliances, *Strategic Management Journal*, 20, 1: 595-623.
- Smolny, W. 2003. Determinants of Innovation Behaviour and Investment Estimates for West-German Manufacturing Firms. *Economics of Innovation and New Technology*. 12, 5,:449-463.
- Song, M., Parry, M. 1997. A Cross-National Comparative Study of New Product Development Processes: Japan and the USA", *Journal of Marketing*: 612-618.
- Steven J. Skinner and John M. Ivancevich, 2002, "*Business for the 21<sup>st</sup> Century*", Sixth Edition, Irwin, Homewood.
- Swamidass, P.M., Newell, W.T., 1987. Manufacturing Strategy, Environmental Uncertainty and Performance: a Path Analytic Model. *Management Science*, 33 4: 509-524.

- Tidd, J., J. Bessant, and K. Pavitt. 2005. *Managing Innovation: Integrating Technological, Market and Organizational Change 3<sup>rd</sup> Edition*. The Atrium, Southern Gate, Chichester, England: John Wiley and Sons.
- Ward, P.T., Bickford, D.J., Leong, G.K., 1995. Business environment, operation strategy, and performance: an empirical study of Singapore manufacturers, *Journal of Operation Management* 13, 2: 99-155.
- Ward, T.P., Duray, R., Leong, K.G., and Sum, C.C. 1995. Business Environment, Operation Strategy and Performabce: an empirical Study of Singapore Manufacturers. *Journal of Operation Management*, 3: 99-115.
- Zahra, S. A. and Das, S. R. 1993. Innovation Strategy and inancial Performance in Manufacturing Companies: An Empirical Study, *Production and Operation Management*, 2, 1: 15-37.

## **RASIO KEMAMPUAN KEUANGAN DAERAH KABUPATEN/KOTA DI PROVINSI DIY PASCA OTONOMI DAERAH**

**Rudy Badrudin**

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta  
Jalan Seturan Yogyakarta 55281  
Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155  
E-mail: rudy@stieykpn.ac.id

### **ABSTRACT**

The research of local regency/city's financial capability in DIY Province post local autonomy is conducted in order to analyze how the regencies government of Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, and Yogyakarta city optimizing various development program in accordance with the development goals each regency/city. The analytical result of each Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD's regencies/city) of Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, and Yogyakarta (RKKD) will be useful for each regencies/city's government and for the stakeholders of each regencies/city in order to evaluate various development program engaged. The analysis that can be used to determine whether regencies/city has a PAD excellence between other regencies/city is IKK Method (Financial Capability Indeks) as an average calculation from Growth Index, Elasticity Index, and Share Index. To analyze, the Chi Square and Anova Test with alpha 5% were used.

**Keywords:** finance ability index, growth index, elasticity index, share index

### **PENDAHULUAN**

Pemberlakuan dua undang-undang tentang Otonomi Daerah per 1 Januari 2001, yaitu Undang-Undang Nomor 22 tahun 1999 tentang Pemerintahan Daerah

yang telah diganti menjadi Undang-Undang Nomor 32 tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah dan Undang-Undang Nomor 25 tahun 1999 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah yang telah diganti menjadi Undang-Undang Nomor 33 tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah telah memberikan peran yang lebih besar kepada pemerintah, instansi, dan para pelaku ekonomi daerah untuk menangani pembangunan di daerah. Kedua undang-undang tentang otonomi daerah tersebut muncul karena proses pembangunan di Indonesia selama Orde Lama dan Orde Baru telah mengakibatkan terjadinya kesenjangan pembangunan antarwilayah Indonesia Barat dan Indonesia Timur. Kesenjangan tersebut terjadi karena adanya ketidakmerataan dalam alokasi investasi antarwilayah yang ternyata sangat berpengaruh dalam memicu dan memacu pertumbuhan regional. Oleh karena itu, tepatlah waktunya untuk memberi peran yang lebih besar kepada pemerintah, instansi, dan para pelaku ekonomi daerah untuk menangani pembangunan di daerah.

Pemerataan pembangunan wilayah dengan pemerataan alokasi investasi antarwilayah perlu memperhatikan masalah dan potensi yang ada di wilayah sehingga diharapkan akan terjadi spesialisasi dalam proses pembangunan dengan keunggulan komparatif yang dimiliki masing-masing wilayah. Demikian pula dengan pengembangan wilayah melalui pembangunan di daerah antara pusat pemerintahan daerah provinsi dengan kota/kabupaten dan antara daerah kota/kabupaten dengan kecamatan, dan

seterusnya harus pula memperhatikan masalah dan potensi yang ada. Otonomi daerah yang dilaksanakan per 1 Januari 2001 telah memberikan peran yang lebih besar kepada pemerintah dan para pelaku ekonomi daerah untuk menangani pembangunan di daerah. Tuntutan otonomi daerah muncul untuk merespon kesenjangan pembangunan antarwilayah –Jawa dan luar Jawa serta Indonesia Barat dan Indonesia Timur yang diakibatkan ketidakmerataan dalam alokasi investasi antarwilayah yang berpengaruh dalam pertumbuhan antarwilayah (Badrudin, 2000). Oleh karena itu, pelaksanaan otonomi daerah merupakan *moment* yang tepat untuk mem-beri peran yang lebih besar kepada pemerintah dan para pelaku ekonomi daerah untuk menangani pembangunan di daerah.

Hakekat pembangunan ekonomi daerah adalah proses yang ditunjukkan dengan tindakan pemerintah dan masyarakat dalam mengelola sumberdaya sumberdaya yang ada dan membentuk suatu pola kemitraan antara pemerintah daerah dengan masyarakat untuk menciptakan suatu lapangan kerja baru dan merangsang perkembangan kegiatan ekonomi dalam wilayah tersebut. Masalah pokok dalam pembangunan ekonomi daerah adalah terletak pada penekanan terhadap kebijakan-kebijakan pembangunan yang didasarkan pada kekhasan daerah yang bersangkutan (*endogenous development*) dengan menggunakan potensi sumberdaya manusia, kelembagaan, dan sumberdaya fisik secara lokal. Orientasi ini mengarahkan pada inisiatif yang muncul dari daerah tersebut dalam proses pembangunan untuk menciptakan kesempatan kerja baru dan merangsang

peningkatan kegiatan ekonomi.

Setiap usaha pembangunan ekonomi daerah mempunyai tujuan utama untuk meningkatkan jumlah dan jenis peluang kerja untuk masyarakat daerah. Dalam usaha untuk mencapai tujuan tersebut, pemerintah daerah beserta masyarakatnya harus secara bersama-sama mengambil inisiatif pembangunan daerah. Oleh karena itu, pemerintah daerah beserta masyarakatnya dan dengan menggunakan sumberdaya sumberdaya yang ada di daerah tersebut harus mampu menaksir potensi sumberdaya sumberdaya yang diperlukan untuk merancang dan membangun perekonomian daerah.

Pendekatan alternatif terhadap teori pembangunan daerah telah dirumuskan untuk kepentingan perencanaan pembangunan ekonomi daerah. Pendekatan ini merupakan sistesis dan perumusan kembali konsep-konsep yang telah ada. Pendekatan ini memberikan dasar bagi kerangka pikir dan rencana tindakan yang akan diambil dalam konteks pembangunan ekonomi daerah. Paradigma baru ditunjukkan pada Tabel 1 berikut ini:

Pemerataan pembangunan wilayah dengan pemerataan alokasi investasi antarwilayah perlu memperhatikan masalah dan potensi yang ada di wilayah sehingga diharapkan akan terjadi spesialisasi dalam proses pembangunan dengan keunggulan komparatif yang dimiliki masing-masing wilayah. Demikian pula dengan pengembangan wilayah melalui pembangunan di daerah antara pusat pemerintahan daerah provinsi dengan kota/kabupaten dan antara daerah kota/kabupaten dengan kecamatan, dan

**Tabel 1**  
**Paradigma Baru Teori Pembangunan Ekonomi Daerah**

<b>Komponen</b>	<b>Konsep Lama</b>	<b>Konsep Baru</b>
Kesempatan Kerja	Semakin banyak perusahaan = semakin banyak peluang kerja	Perusahaan harus mengembangkan pekerjaan yang sesuai dengan kondisi penduduk daerah
Basis Pembangunan	Pengembangan sektor ekonomi	Pengembangan lembaga-lembaga ekonomi baru
Aset-Aset Lokasi	Keunggulan komparatif didasarkan pada aset fisik	Keunggulan kompetitif didasarkan pada kualitas lingkungan
Sumberdaya Pengetahuan	Ketersediaan angkatan kerja	Pengetahuan sebagai pembangkit ekonomi

**Sumber:** Arsyad (2004).

seterusnya harus pula memperhatikan masalah dan potensi yang ada.

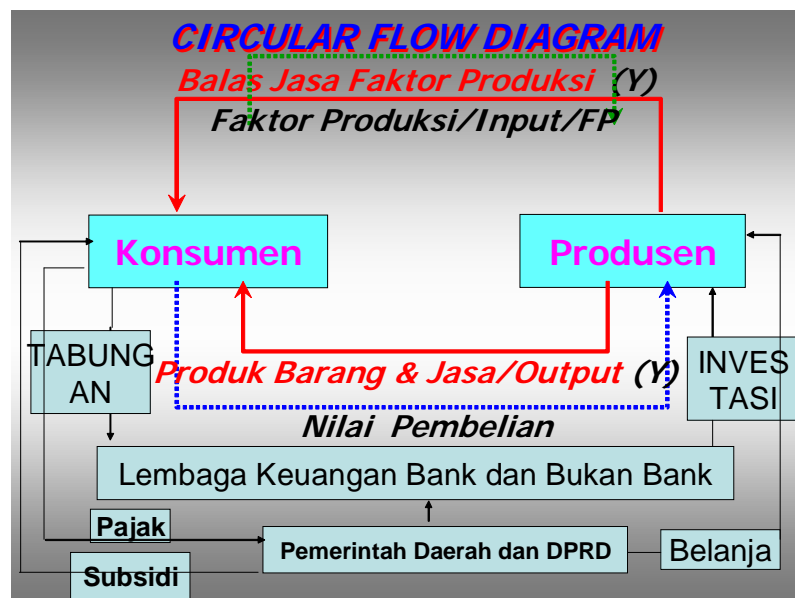
Pemerintah daerah dan pelaku ekonomi di daerah sebagai komponen sumberdaya manusia dalam pelaksanaan otonomi daerah dapat dijelaskan dengan menggunakan *circular flow diagram* seperti yang nampak pada Gambar 1. Diagram tersebut menjelaskan bagaimana pemerintah daerah dan pelaku ekonomi di daerah saling berinteraksi, dengan asumsi ada lima pelaku yaitu masyarakat, perusahaan, lembaga keuangan bank dan bukan bank, pemerintah daerah, dan dewan perwakilan rakyat daerah.

Masyarakat diasumsikan sebagai pelaku ekonomi yang memiliki faktor produksi dan kemudian dijual kepada perusahaan yang oleh karena itu masyarakat akan memperoleh pendapatan. Di samping itu, masyarakat merupakan pelaku ekonomi yang akan mengkonsumsi barang dan jasa pengeluaran konsumsi masyarakat yang dihasilkan perusahaan. Perusahaan diasumsikan sebagai pelaku ekonomi yang melakukan kegiatan produksi, yaitu menghasilkan barang dan jasa yang dijual kepada masyarakat. Perusahaan dapat menghasilkan barang dan jasa karena perusahaan

membeli atau menyewa faktor produksi yang ditawarkan masyarakat.

Lembaga keuangan bank dan bukan bank merupakan lembaga yang mempunyai peran sebagai lembaga perantara (*intermediation role*) dan lembaga pelancar jalannya interaksi ekonomi (*transmission role*). Sebagai lembaga perantara, lembaga keuangan berperan sebagai penghubung antara pelaku ekonomi yang memiliki kelebihan dana (masyarakat) yang ditabung di lembaga keuangan dengan pelaku ekonomi yang membutuhkan dana (perusahaan) yang digunakan untuk investasi. Sebagai lembaga pelancar jalannya interaksi ekonomi, lembaga keuangan bank berperan sebagai lembaga pencetak uang kartal dan uang giral yang digunakan sebagai *medium of exchange*, *unit of account*, *store of value*, *standard deferred of payment*, dan *medium of commodity*. Pemerintah daerah beserta Dewan Perwakilan Rakyat Daerah mempunyai kekuasaan dalam membuat kebijakan-kebijakan untuk melancarkan interaksi ekonomi antarpelaku ekonomi daerah.

Undang-Undang otonomi daerah sebenarnya sudah ada sejak tahun 1945. Namun dalam



Sumber: Musgrave and Musgrave (1989). Diolah kembali.

Gambar 1  
Circular Flow Diagram

pelaksanaannya mengalami fluktuasi operasional sejalan dengan kondisi politik yang ada. Berikut ini diuraikan peraturan perundangan tentang otonomi daerah yang pernah dan sedang berlaku di Indonesia sejak tahun 1945 sampai dengan 2004, yaitu 1) Undang-Undang Nomor 1 tahun 1945, dimana kebijakan pemerintah tentang otonomi daerah lebih menitikberatkan pada dekonsentrasi; 2) Undang-Undang Nomor 22 tahun 1948, dimana kebijakan pemerintah tentang otonomi daerah lebih menitikberatkan pada desentralisasi; 3) Undang-Undang Nomor 1 tahun 1957, kebijakan otonomi bersifat dualisme dimana kepala daerah bertanggungjawab kepada DPRD; 4) Ketetapan Presiden Nomor 6 tahun 1959, Pemerintah lebih menekankan pada dekonsentrasi; 5) Undang-Undang Nomor 18 tahun 1965, dimana kebijakan pemerintah menitikberatkan pada desentralisasi dengan memberikan otonomi yang seluas-luasnya pada daerah sedangkan dekonsentrasi hanya sebagai pelengkap; 6) Undang-Undang Nomor 5 tahun 1974, yaitu dengan desentralisasi, dekonsentrasi, dan tugas pembantuan, selanjutnya dengan kebijakan pemerintahan pada masa Orde Baru, pembangunan ekonomi menjadi isu sentral dibandingkan politik yang pada penerapannya seolah-olah terjadi proses politisasi peran pemerintahan daerah dan menggantikannya dengan peran pembangunan yang menjadi isu nasional; 7) Undang-Undang Nomor 22 tahun 1999 tentang Pemerintahan Daerah dan Undang-Undang Nomor 25 tahun 1999 tentang Perimbangan Keuangan Antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah, pada masa itu terjadi lagi perubahan yang menjadikan pemerintahan daerah sebagai titik sentral dalam penyelenggaraan pemerintahan dan pembangunan dengan mengedepankan otonomi yang luas, nyata, dan bertanggungjawab; dan 8) Undang-Undang Nomor 32 tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah dan Undang-Undang Nomor 33 tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah, pada masa itu terjadi lagi perubahan yang menjadikan pemerintahan daerah sebagai titik sentral dalam penyelenggaraan pemerintahan dan pembangunan dengan mengedepankan otonomi yang luas, nyata, dan bertanggungjawab tidak hanya dalam bidang ekonomi tetapi juga politik. Hal ini nampak dengan mulai diberlakukannya Pemilihan Kepala

Daerah Langsung (Pilkadal) mulai bulan Mei 2005.

Menurut UU Nomor 32 tahun 2004, Republik Indonesia menganut asas desentralisasi, asas dekonsentrasi, dan tugas pembantuan dalam penyelenggaraan pemerintahan dengan memberi kesempatan dan keleluasaan kepada daerah untuk menyelenggarakan otonomi daerah. Hal itu juga disebutkan dalam penjelasan Pasal 18 UUD 1945 yang menyatakan bahwa Pasal 18 UUD 1945 menjadi landasan yang kuat bagi TAP MPR Republik Indonesia Nomor XV/MPR/1998 tentang Penyelenggaraan Otonomi Daerah; Pengaturan, Pembagian dan Pemanfaatan Sumber Daya Nasional yang Berkeadilan; serta Perimbangan Keuangan Pusat dan Daerah Dalam Kerangka Negara Kesatuan Republik Indonesia sebagai landasan yang kuat untuk menyelenggarakan otonomi daerah.

Otonomi daerah dilaksanakan dengan memberikan kewenangan yang luas, nyata, dan bertanggungjawab kepada daerah secara proporsional yang diwujudkan dengan pengaturan, pembagian, dan pemanfaatan sumberdaya nasional yang berkeadilan serta perimbangan keuangan pusat dan daerah. Di samping itu, penyelenggaraan otonomi daerah juga dilaksanakan dengan prinsip-prinsip demokrasi, partisipasi masyarakat, pemerataan, dan keadilan, serta memperhatikan potensi dan keanekaragaman daerah. Provinsi merupakan daerah otonom dan sekaligus wilayah administrasi sebagai pelaksana kewenangan pemerintah pusat yang didelegasikan kepada gubernur. Provinsi bukan merupakan pemerintah atasan dari daerah kabupaten atau daerah kota.

Kewenangan otonomi luas adalah keleluasaan daerah untuk menyelenggarakan pemerintahan yang mencakup kewenangan semua bidang pemerintahan perencanaan, pengawasan, pengendalian, dan evaluasi kecuali di bidang luar negeri, pertahanan keamanan, peradilan, moneter dan fiskal, agama, serta kewenangan lainnya yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah. Kewenangan otonomi nyata adalah keleluasaan daerah untuk menyelenggarakan kewenangan daerah dalam bidang tertentu yang secara nyata ada dan diperlukan serta tumbuh, hidup, dan berkembang di daerah. Kewenangan otonomi yang bertanggungjawab adalah perwujudan pertanggung-jawaban sebagai konsekuensi pemberian hak dan kewajiban kepada daerah dalam mencapai tujuan pemberian otonomi.



Untuk menyelenggarakan otonomi daerah tersebut maka daerah diberi kewenangan untuk menggali sumber keuangan daerah sendiri yang didukung oleh perimbangan keuangan antara pemerintah pusat dan daerah serta antara provinsi dan kabupaten/kota sebagai prasyarat dalam sistem Pemerintahan Daerah.

Menurut UU Nomor 33 tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah, dalam penyelenggaraan otonomi daerah diperlukan pengaturan, pembagian, dan pemanfaatan sumberdaya nasional yang berkeadilan serta perimbangan keuangan pemerintah pusat dan daerah. Sumber pembiayaan pelaksanaan desentralisasi terdiri dari pendapatan asli daerah, dana perimbangan, dan lain-lain penerimaan yang sah. Pendapatan Asli Daerah (PAD) merupakan sumber keuangan daerah yang digali dari dalam daerah yang bersangkutan yang terdiri dari pajak daerah, retribusi daerah, hasil pengelolaan kekayaan daerah lainnya yang dipisahkan, dan lain-lain PAD yang sah. Dana perimbangan merupakan sumber pembiayaan yang berasal dari bagian daerah dari pajak bumi dan bangunan (PBB), bea perolehan hak atas tanah dan bangunan (BPHTB), penerimaan dari sumberdaya alam, dana alokasi umum, dan alokasi khusus.

Dalam era otonomi daerah, persaingan antardaerah kabupaten/kota dalam menggali dana dari luar sangat ketat. Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta yang terletak di Provinsi DIY perlu mengembangkan lebih

lanjut sumber dana mandiri yang berasal dari PAD, yang meliputi pajak daerah, retribusi daerah, hasil pengelolaan kekayaan daerah lainnya yang dipisahkan, dan lain-lain PAD yang sah. Pengembangan PAD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta sangat dibutuhkan bagi Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta itu sendiri dalam rangka membiayai pembangunan di Kabupaten Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta secara mandiri. Pembiayaan secara mandiri tersebut diperlukan karena sangat berisiko sekali bagi Kabupaten Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta apabila mengharapkan sumber pembiayaan yang bukan bersumber pada PAD karena dana perimbangan tidak dapat diperoleh daerah secara maksimal karena ada sebagian yang menjadi haknya pemerintah pusat. Pinjaman daerah pun belum dapat diharapkan menjadi salah satu sumber pembiayaan daerah karena pelaksanaan pinjaman daerah harus berkoordinasi dengan pemerintah pusat. Oleh karena itu, tepatlah kalau pemerintah daerah harus inovatif dalam menggali sumber dana yang berasal dari daerah itu sendiri.

Berdasarkan data APBD dan PAD seluruh Kabupaten/Kota di Provinsi DIY pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 diperoleh hasil seperti yang nampak pada Tabel.2 dan Tabel 3 berikut ini:

Data pada Tabel 2 dan Tabel 3 memberikan informasi yang mencakup (1) Karakteristik dan

**Tabel 2**  
**Nilai Total Pendapatan pada APBD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah (Tahun 2001-2005) (juta Rupiah)**

Kabupaten/Kota	2001	2002	2003	2004	2005
Kabupaten Bantul	267,332.28	336,570.26	389,393.97	398,879.89	442,291.64
Kabupaten Gunung Kidul	206,666.63	251,665.06	342,277.68	340,447.50	351,298.03
Kabupaten Kulon Progo	221,037.33	251,631.71	294,377.19	296,569.12	307,791.01
Kabupaten Sleman	308,531.58	327,995.65	452,884.66	481,181.46	520,548.87
Kota Yogyakarta	227,009.17	303,020.07	338,630.76	369,649.88	391,886.90

Sumber: <http://www.depkeu.go.id>. Data diolah.

**Tabel 3**  
**Nilai PAD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah (Tahun 2001-2005) (juta Rupiah)**

Kabupaten/Kota	2001	2002	2003	2004	2005
Kabupaten Bantul	14,073.13	22,425.15	32,882.35	30,777.82	37,683.85
Kabupaten Gunung Kidul	8,852.28	13,486.85	17,481.69	19,715.64	24,187.46
Kabupaten Kulon Progo	10,132.95	16,225.51	24,039.44	19,834.96	24,332.48
Kabupaten Sleman	29,571.15	34,001.26	52,978.74	60,112.31	77,904.74
Kota Yogyakarta	40,352.59	56,377.46	68,621.56	79,911.43	89,196.41

**Sumber:** <http://www.depkeu.go.id>. Data diolah.

dinamika Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 khususnya data perekonomian, infra-struktur, karakteristik sosial, sumberdaya dan institusi, dan sebagainya; dan (2) Hubungan antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 dengan pemerintah pusat, Provinsi DIY, dan kabupaten yang lain.

Berdasarkan data pada Tabel 2 dan Tabel 3 dapat dihitung nilai kontribusi PAD terhadap Total Pendapatan pada APBD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY. Hasil perhitungan disajikan pada Tabel 4 berikut ini:

Secara umum, kontribusi PAD terhadap Total Pendapatan pada APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 cenderung meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 semakin mandiri dan mampu dalam membiayai pembangunan di daerahnya. Namun demikian, peningkatan kemandirian dan kemampuan Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 dalam membiayai pembangunan tidak sama. Hal ini nampak berdasarkan hasil perhitungan laju pertumbuhan PAD pada APBD Kabupaten Bantul,

**Tabel 4**  
**Kontribusi PAD pada APBD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah (Tahun 2001-2005) (%)**

Kabupaten/Kota	2001	2002	2003	2004	2005
Kabupaten Bantul	5.26	6.66	8.44	7.72	8.52
Kabupaten Gunung Kidul	4.28	5.36	5.11	5.79	6.89
Kabupaten Kulon Progo	4.58	6.45	8.17	6.69	7.91
Kabupaten Sleman	9.58	10.37	11.70	12.49	14.97
Kota Yogyakarta	17.78	18.61	20.26	21.62	22.76

**Sumber:** Tabel 2 dan Tabel 3. Data diolah.

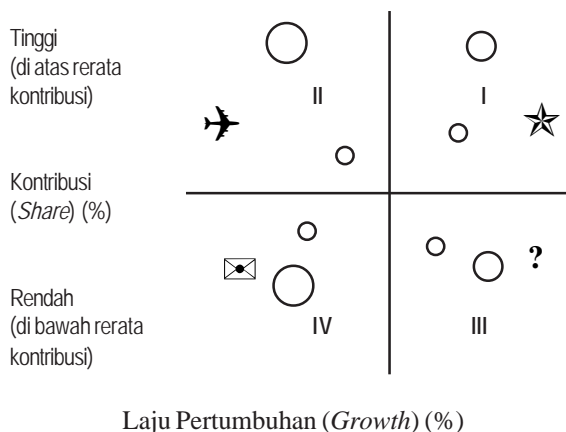
Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 seperti yang disajikan pada Tabel 5 berikut ini:

Analisis untuk mengetahui suatu Kabupaten/Kota memiliki keunggulan PAD di antara Kabupaten/Kota yang lain adalah dengan menggunakan matriks *Boston-Consulting Group (BCG Matrix)* atau Metode Kuadran (K., Deddy, 2002). *BCG Matrix* atau Metode Kuadran memiliki empat kuadran yang dipisahkan oleh dua sumbu, yaitu sumbu vertikal dan sumbu horisontal. Sumbu vertikal menunjukkan laju pertumbuhan nilai PAD suatu Kabupaten/Kota terhadap keseluruhan PAD Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dan sumbu horisontal menunjukkan kontribusi nilai PAD suatu Kabupaten/Kota terhadap keseluruhan PAD Kabupaten/Kota di Provinsi DIY. Sedangkan laju pertumbuhan PAD diukur dari persentase perubahan nilai PAD suatu Kabupaten/Kota dari tahun ke tahun selama tahun 2001-2005.

Lingkar-lingkar pada *BCG Matrix* menunjukkan kontribusi dan laju pertumbuhan PAD. Masing-masing Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dikelompokkan berdasarkan tinggi rendahnya kontribusi dan pertumbuhan masing-masing PAD. Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang memiliki kontribusi PAD di atas rata-rata kontribusi seluruh PAD Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dikelompokkan ke dalam Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang memiliki kontribusi PAD tinggi, dan sebaliknya. Demikian juga dengan pengelompokan Kabupaten/Kota di Provinsi DIY berdasarkan laju pertumbuhan PAD. Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang memiliki laju pertumbuhan PAD di atas rata-rata laju pertumbuhan seluruh PAD

Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dikelompokkan ke dalam kelompok Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang memiliki laju pertumbuhan PAD tinggi, dan sebaliknya.

**Laju Pertumbuhan (*Growth*) (%)**  
**Rendah (di bawah rerata laju pertumbuhan) Tinggi**  
**(di atas rerata laju pertumbuhan)**



**Gambar 2**  
**BCG Matrix (Metode Kuadran) Mengukur**  
**Kemampuan Keuangan Kabupaten/Kota**  
**di Provinsi DIY**

Penelitian ini dilakukan dalam rangka menganalisis bagaimana Pemerintah Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta mengoptimalkan berbagai program pembangunan

**Tabel 5**  
**Pertumbuhan PAD pada APBD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah (Tahun 2001-2005) (%)**

Kabupaten/Kota	2001	2002	2003	2004	2005
Kabupaten Bantul	59.35	46.63	-6.40	22.44	4.37
Kabupaten Gunung Kidul	52.35	29.62	12.78	22.68	5.37
Kabupaten Kulon Progo	60.13	48.16	-17.49	22.67	18.74
Kabupaten Sleman	14.98	55.81	13.46	29.60	11.00
Kota Yogyakarta	39.71	21.72	16.45	11.62	2.72

**Sumber:** Tabel 3. Data diolah.

**Tabel 6**  
**Distribusi Persentase Produk Domestik Regional Bruto (PDRB) Provinsi D.I. Yogyakarta**  
**Menurut Lapangan Usaha, Atas Dasar Harga Berlaku, Tahun 2001 – 2005 (%)**

Lapangan Usaha	2001	2002	2003	2004	2005
Pertanian	18,57	17,02	16,50	15,70	15,55
Penggalian	0,87	0,87	0,83	0,78	0,74
Industri Pengolahan	15,47	15,65	15,18	14,11	13,86
Listrik dan Air Bersih	1,04	1,18	1,22	1,30	1,28
Konstruksi	6,96	7,40	7,92	9,13	9,75
Perdagangan, Hotel, dan Restoran	19,13	19,21	18,90	19,14	19,03
Pengangkutan dan Komunikasi	9,63	9,71	9,72	10,18	10,37
Kuangan, Real Estate, dan Jasa Perusahaan	9,38	9,90	9,93	9,92	9,37
Jasa-jasa	18,96	19,06	19,80	19,74	20,06

**Sumber:** BPS Provinsi D.I. Yogyakarta.

sesuai dengan tujuan pembangunan Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta melalui APBD masing-masing kabupaten/kota. Hasil analisis angka-angka pada item pendapatan pada masing-masing APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta (analisis RKKD) akan bermanfaat bagi Pemerintah Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta dan *stakeholders* masing-masing kabupaten/kota dalam melakukan evaluasi terhadap berbagai program pembangunan yang dijalankannya. Analisis rasio keuangan terhadap APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta dilakukan melalui Rasio Kemandirian Keuangan Daerah (RKKD), yaitu dengan menghitung proporsi Pendapatan Asli Daerah terhadap APBD masing-masing Kabupaten/Kota di Provinsi DIY. Penelitian ini menggunakan data APBD tahun 2001 sampai dengan 2005 karena pada periode tahun tersebut adalah lima tahun awal pelaksanaan Otonomi Daerah pasca pemberlakuan UU Nomor 22 tentang Pemerintahan Daerah Tahun 1999 dan UU Nomor 25 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah tahun 1999 yang kemudian direvisi menjadi UU Nomor 32 tentang Pemerintahan Daerah Tahun 2004 dan UU Nomor 33 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah

Pusat dan Pemerintahan Daerah Tahun 2004.

Selama periode 2001-2005, kinerja perekonomian Provinsi DIY yang ditunjukkan dengan nilai Produk Domestik Regional Bruto (PDRB) selalu meningkat dari tahun ke tahun. Pada tahun 2005, nilai PDRB atas dasar harga berlaku mencapai Rp29,42 triliun. Secara nominal, PDRB mengalami kenaikan sebesar Rp3,99 triliun dibandingkan tahun 2004 yang sebesar Rp25,43 triliun. Namun demikian, kenaikan ini masih mengandung kenaikan harga barang dan jasa yang diproduksi selama tahun 2005. Rata-rata kenaikan harga barang dan jasa di tingkat produsen pada tahun 2005 mencapai 11,57%. Kenaikan ini dipicu oleh kenaikan harga BBM pada akhir tahun 2005. Berdasarkan harga konstan 2000, nilai PDRB juga mengalami kenaikan dari Rp16,91 triliun pada tahun 2004 menjadi Rp17,54 triliun di tahun 2005. Hal ini menunjukkan, bahwa perekonomian Provinsi DIY mengalami pertumbuhan yang positif sebesar 3,69%. Kenaikan tersebut murni sebagai peningkatan produksi, karena nilai PDRB atas dasar harga konstan telah terbebas dari pengaruh inflasi.

Seiring dengan menyusutnya luas lahan pertanian, kontribusi sektor pertanian juga mengalami penurunan. Apabila pada tahun 2001 sektor pertanian masih mempunyai kontribusi sekitar 18,57%, pada tahun 2005 menurun menjadi 15,55%. Relatif rendahnya

**Tabel 7**  
**Perkembangan PDRB Per Kapita Provinsi D.I. Yogyakarta, Tahun 2001 – 2005**

<b>Uraian</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
PDRB adh. Berlaku (juta rupiah)	17,521,778	19,613,418	22,023,880	25,427,339	29,415,951
PDRB adh. konstan 2000 (juta rupiah)	14,687,284	15,360,409	16,146,424	16,910,877	17,535,354
Penduduk pertengahan tahun (orang)*	3,208,656	3,253,038	3,298,033	3,343,651	3,388,733
PDRB per kapita Adh berlaku (rupiah)	5,460,784	6,029,263	6,677,883	7,604,663	8,680,516
PDRB per kapita Adh. konstan 2000 ( rupiah)	4,577,395	4,721,866	4,895,774	5,057,608	5,174,605

**Sumber:** BPS Provinsi D.I. Yogyakarta.

Keterangan: Penduduk pertengahan tahun dihitung berdasarkan proyeksi SP 2000 dan SUPAS 2005.

tingkat inflasi untuk produk pertanian dibanding dengan produk lainnya juga menjadi salah satu penyebab turunnya kontribusi sektor pertanian dalam pembentukan PDRB. Hal ini tercermin dari laju indeks harga implisit beranta.. Secara nominal, sektor industri menghasilkan nilai tambah bruto sebesar Rp4,08 triliun dengan kontribusi sebesar 13,86%, lebih kecil dibandingkan kontribusi tahun 2004 yang mencapai 14,11%. Sejak tahun 2003, porsi sektor industri pengolahan terus mengalami penurunan.

Peranan ketiga kelompok sektor terhadap pembentukan PDRB Provinsi DIY selalu mengalami perubahan dari tahun ke tahun. Pada tahun 2005 peranan sektor primer tercatat sebesar 16,29% atau mengalami penurunan dibandingkan dengan tahun sebelumnya yang mencapai 16,48%. Apabila pada tahun 2004 kontribusi sektor sekunder mencapai 24,54%, maka pada tahun 2005 naik menjadi 24,89%. Peranan sektor tersier yang biasanya selalu mengalami kenaikan dari tahun ke tahun, namun pada tahun 2005 sedikit menurun. Jika pada tahun 2001 peranan sektor tersier sebesar 57,09% dan di tahun 2004 mencapai 58,99%, maka pada tahun 2005 menjadi sebesar 58,82%. Penjelasan ini mengindikasikan, bahwa struktur ekonomi Provinsi DIY mengalami perubahan peran dari sektor primer ke sektor tersier.

PDRB per kapita dapat digunakan sebagai salah satu indikator tingkat kemakmuran penduduk suatu daerah/wilayah. PDRB per kapita diperoleh dari hasil bagi antara nilai tambah yang dihasilkan oleh seluruh sektor ekonomi di suatu wilayah (PDRB) dengan jumlah penduduk. Oleh karena itu, besar kecilnya jumlah

penduduk berpengaruh terhadap nilai PDRB per kapita. Sedangkan besar kecilnya nilai PDRB sangat tergantung pada potensi sumber daya alam dan faktor-faktor produksi yang terdapat di daerah tersebut. Angka penduduk yang digunakan adalah jumlah penduduk pada pertengahan tahun hasil Sensus Penduduk (SP) tahun 2000 dan Survei Penduduk Antar Sensus (SUPAS) tahun 2005 beserta proyeksinya.

Nilai PDRB per kapita Provinsi DIY atas dasar harga berlaku sejak tahun 2001 hingga 2005 mengalami peningkatan secara terus menerus. Pada tahun 2001 nilai PDRB per kapita tercatat sebesar Rp5,46 juta,-, dan secara nominal terus mengalami kenaikan hingga tahun 2005 mencapai Rp8,68 juta,-. Kenaikan PDRB perkapita secara riil dapat dilihat dari nilai PDRB berdasarkan harga konstan 2000. Secara riil, ternyata nilai PDRB per kapita sejak tahun 2001 terus mengalami kenaikan dari sebesar Rp4,58 juta,- menjadi Rp5,17 juta,- di tahun 2005.

Struktur ekonomi suatu daerah/wilayah menggambarkan seberapa besar ketergantungan suatu daerah/wilayah terhadap kemampuan berproduksi dari setiap sektor ekonomi. Struktur ekonomi terbentuk dari nilai tambah yang diciptakan oleh masing-masing sektor. Dengan melihat kontribusi masing-masing sektor terhadap pembentukan PDRB, maka dapat diketahui seberapa besar peran suatu sektor dalam menunjang perekonomian daerah. Selama lima tahun (2001-2005), struktur perekonomian DIY masih didominasi oleh 4 (empat) sektor, yaitu sektor jasa-jasa; sektor perdagangan, hotel dan restoran; sektor pertanian; serta sektor industri pengolahan. Porsi sektor

jasa-jasa bersama dengan sektor perdagangan, hotel dan restoran setiap tahun cenderung meningkat; sedangkan sektor industri pengolahan cenderung tetap atau bahkan menurun. Demikian pula kontribusi sektor pertanian setiap tahun mengalami penurunan, sebagai akibat menurunnya luas lahan pertanian dan adanya kenaikan harga produk pertanian yang tak secepat produk lain. Fenomena ini menunjukkan, bahwa perekonomian Provinsi DIY mengalami pergeseran dari perekonomian agraris menuju niaga jasa. Industrialisasi yang biasanya terjadi pada beberapa wilayah yang semula berbasis pertanian tidak sepenuhnya terjadi di Provinsi DIY. Walaupun secara nominal sektor industri pengolahan berkembang tetapi kontribusinya cenderung menurun, sementara kontribusi gabungan sektor perdagangan dan jasa-jasa justru selalu meningkat merupakan salah satu indikator bahwa proses industrialisasi di Provinsi DIY mengalami beberapa kendala.

Tujuan penelitian yang ingin dicapai adalah 1) Untuk mengetahui perbedaan proporsi dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah; 2) Untuk mengetahui perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah; 3) Untuk mengetahui perbedaan posisi pada *BCG Matrix* (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah; dan 4) Untuk mengetahui perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah. Manfaat penelitian ini adalah 1) Berdasarkan segi teori, sebagai sumbangan dalam pengembangan ilmu pengetahuan (teori ekonomi pembangunan, teori ekonomi perencanaan pembangunan, dan teori ekonomi regional) khususnya yang berkaitan dengan Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD); 2) Berdasarkan segi praktik, sebagai sumbangan bagi pemerintah kabupaten/kota dalam mengetahui pengelolaan APBD, sebagai sumbangan bagi DPRD kabupaten/kota untuk mengetahui wewenang legislasi dalam pengambilan keputusan pemerintah kabupaten/kota, dan sebagai sumbangan bagi pemerintah pusat untuk mengetahui dampak kebijakan pemerintah pusat

terhadap efektifitas perekonomian daerah; dan 3) Sebagai sumbangan referensi bagi peneliti berikutnya secara lebih luas dan rinci.

Batasan penelitian ini ada pada lokasi dan waktu penelitian. Lokasi penelitian adalah daerah di wilayah Provinsi Daerah Istimewa Yogyakarta (DIY) yang meliputi Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta. Waktu penelitian dilakukan pada periode tahun 2010 berdasarkan data APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta periode tahun 2001-2005. Penggunaan data APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta periode tahun 2001-2005, karena periode tahun tersebut merupakan lima tahun pertama era pelaksanaan Otonomi Daerah di Indonesia yang dimulai pada tanggal 1 Januari 2001 berdasarkan Undang-Undang Otonomi Daerah (UU Nomor 22 Tahun 1999 tentang Pemerintahan Daerah dan UU Nomor 25 Tahun 1999 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah). Di samping itu, periode tahun 2001-2005 merupakan periode pertama Bupati Sleman dipilih oleh Dewan Perwakilan Rakyat Daerah (DPRD) Kabupaten Sleman sebelum dilaksanakannya Sistem Pemilihan Kepala Daerah Langsung (Pilkadal) mulai bulan Mei 2005 berdasarkan UU Nomor 32 Tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah dan UU Nomor 33 Tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah yang menggantikan UU Nomor 22 Tahun 1999 tentang Pemerintahan Daerah dan UU Nomor 25 Tahun 1999 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah.

## MATERI DAN METODE PENELITIAN

Usaha-usaha pembangunan yang dilakukan berbagai negara, baik negara maju maupun negara sedang berkembang secara teoritis dapat dipelajari dengan teori pertumbuhan ekonomi. Ada dua pengelompokan teori pertumbuhan dan pembangunan ekonomi, yaitu kelompok mashab historis dan mashab analitis (Arsyad, 2004). Mashab historis adalah suatu pandangan tentang teori pembangunan ekonomi yang melihat pembangunan ekonomi berdasarkan suatu pola pendekatan yang berpangkal pada perspektif sejarah. Metode kajian mashab ini bersifat induktif empiris.



Dalam alam pikiran mashab ini fenomena ekonomi adalah produk perkembangan menyeluruh dan dalam tahap tertentu dalam perjalanan sejarah. Beberapa teori pembangunan ekonomi historis antara lain adalah teori yang dikemukakan oleh Friedrich List, Bruno Hilderbrand, Karl Bucher, dan Walt Whitman Rostow. Mashab analitis adalah suatu pandangan tentang teori pembangunan ekonomi yang mengungkapkan proses pertumbuhan ekonomi secara logis dan konsisten, tetapi sering bersifat abstrak dan kurang menekankan kepada aspek empiris. Metode kajian mashab ini bersifat deduksi teoritis. Beberapa teori pertumbuhan ekonomi analitis antara lain adalah Adam Smith, David Ricardo, Robert Solow dan Trevor Swan (Solow Swan), Sir Roy F. Harrod dan Evsey Domar (Harrod Domar), Nicholas Kaldor, Arthur Lewis, dan Ranis Fei.

Salah satu teori pertumbuhan ekonomi yang berkembang sejak tahun 1950-an adalah teori pertumbuhan ekonomi Neo-Klasik yang dikemukakan oleh Solow Swan Menurut teori pertumbuhan ekonomi Solow Swan, pertumbuhan ekonomi tergantung kepada pertambahan penyediaan faktor-faktor produksi (penduduk, tenaga kerja, dan akumulasi modal) dan tingkat kemajuan teknologi. Berdasarkan penelitian Solow (1957), dikemukakan bahwa peran dari kemajuan teknologi di dalam pertumbuhan ekonomi sangat tinggi. Pandangan ini didasarkan kepada anggapan yang mendasari analisis Klasik, yaitu perekonomian akan tetap mengalami tingkat pengerjaan penuh dan kapasitas peralatan modal akan tetap sepenuhnya digunakan sepanjang waktu. Dengan demikian, seberapa perkembangan perekonomian akan tergantung pada pertambahan penduduk, akumulasi kapital, dan kemajuan teknologi. Teori pertumbuhan Neo Klasik ini didasarkan kepada fungsi produksi yang dikembangkan oleh Charles Cobb dan Paul Douglas (fungsi produksi Cobb Douglas) yang diformulasikan sebagai berikut:

$$Q = TL^a K^b$$

Keterangan:

- Q = tingkat output pada tahun tertentu  
 T = tingkat teknologi pada tahun tertentu  
 L = jumlah tenaga kerja pada tahun tertentu  
 K = jumlah stok barang modal pada tahun tertentu  
 a = persentase perubahan output yang diciptakan

oleh perubahan 1% tenaga kerja

b = persentase perubahan output yang diciptakan oleh perubahan 1% modal

Pendekatan pembangunan ekonomi menekankan pada proses pembentukan modal. Modal inilah yang kemudian digunakan sebagai sumber pembiayaan pembangunan. Sumber-sumber pembiayaan pembangunan secara makro di Indonesia adalah (1) Ekspor, sebagai penganut sistem ekonomi terbuka, lalu lintas perdagangan internasional sangat berperan penting dalam perekonomian dan pembangunan di Indonesia. Seberapa besar peran tersebut dapat terlihat dari kontribusi ekspor yang sangat besar terhadap devisa Indonesia; (2) Bantuan Luar Negeri dan Penanaman Modal Asing (PMA), di masa awal orde baru, para penentu kebijakan menghadapi kelangkaan modal dan sumber pembiayaan pembangunan. Tabungan domestik waktu itu begitu rendah dan tidak dapat diharapkan meningkat dalam waktu singkat. Jalan keluarnya adalah pembiayaan pembangunan dari sumber-sumber luar negeri, dalam bentuk bantuan luar negeri dan PMA; dan (3) Tabungan Domestik yang diperoleh dari sektor pemerintah dan sektor masyarakat. Tabungan pemerintah yang dimaksud adalah tabungan pemerintah dalam APBN, sebagai selisih antara penerimaan dalam negeri dan pengeluaran rutin. Sedangkan tabungan masyarakat merupakan akumulasi dari Tabungan Pembangunan Nasional (Tabanas), Taska, dan Deposito Berjangka. Secara mikro, sumber-sumber pembiayaan pembangunan daerah tidak berbeda. Hanya saja ruang lingkupnya yang lebih kecil, yaitu dalam skala daerah (wilayah regional). Adapun sumber-sumber pendanaan adalah (1) Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD) yang bersumber dari Pendapatan Asli Daerah (PAD), Dana Perimbangan, dan Penerimaan Lain-Lain yang Sah dan (2) Partisipasi masyarakat daerah yang berupa tabungan masyarakat daerah dan kegiatan investasi perusahaan (Kuncoro, 1997).

Acuan pengelolaan dan pertanggungjawaban keuangan daerah adalah UU Nomer 32 Tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah dan Nomer 33 Tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan Antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah; Pasal 4 PP Nomer 105 tahun 2000 tentang Pengelolaan dan Pertanggungjawaban Keuangan Daerah; UU Nomer 17 Tahun 2003

tentang Keuangan Negara; UU Nomer 1 Tahun 2004 tentang Perbendaharaan Negara; dan UU Nomer 15 Tahun 2004 tentang Pemeriksaan Pengelolaan dan Tanggungjawab Keuangan Negara. Pasal 4 PP Nomer 105 tahun 2000 tentang Pengelolaan dan Pertanggungjawaban Keuangan Daerah menegaskan bahwa pengelolaan keuangan daerah harus dilakukan secara tertib, taat pada peraturan perundangan yang berlaku, efisien, efektif, transparan, dan bertanggungjawab dengan memperhatikan asas keadilan dan kepatutan. Kemampuan pemerintah daerah dalam mengelola APBD mencerminkan kemampuan pemerintah daerah dalam membiayai pelaksanaan tugas-tugas pemerintahan, pembangunan, dan layanan masyarakat.

Pemerintah kabupaten/kota sebagai pihak yang diserahi tugas menjalankan roda pemerintahan, pembangunan, dan layanan masyarakat wajib menyampaikan laporan pertanggungjawaban keuangan daerahnya untuk dinilai apakah pemerintah daerah berhasil menjalankan tugasnya dengan baik atau tidak. Penilaian dapat dilakukan dengan cara melakukan proses auditing untuk dinilai oleh profesi akuntansi untuk menegaskan sejauh mana standar akuntansi pemerintahan telah diaplikasikan dengan semestinya dan apakah pos-pos laporan keuangan tersebut telah memenuhi standar kewajaran yang berlaku bagi operasi sebuah pemerintahan daerah. Selain dilakukan proses auditing terhadap laporan keuangan juga dapat dilakukan proses analisis kinerja pemerintah daerah dalam mengelola keuangan daerahnya adalah dengan melakukan analisis rasio keuangan terhadap APBD yang telah ditetapkan dan dilaksanakan.

Hasil analisis rasio keuangan APBD suatu daerah dapat digunakan sebagai tolok ukur dalam 1) Menilai kemandirian keuangan daerah dalam membiayai penyelenggaraan otonomi daerah; 2) Mengukur efektifitas dan efisiensi dalam merealisasikan pendapatan daerah; 3) Mengukur sejauh mana aktivitas pemerintah daerah dalam membelanjakan pendapatan daerah; 4) Mengukur kontribusi masing-masing sumber pendapatan dalam pembentukan pendapatan daerah; dan 5) Melihat pertumbuhan/pekembangan perolehan pendapatan dan pengeluaran yang dilakukan selama periode waktu tertentu.

Hasil analisis rasio keuangan APBD suatu daerah dapat disampaikan kepada 1) DPRD sebagai

wakil rakyat; 2) Eksekutif sebagai landasan dalam penyusunan APBD berikutnya; 3) Pemerintah pusat/provinsi sebagai bahan masukan dalam pembinaan pelaksanaan pengelolaan keuangan daerah; 4) Calon kreditor yang bersedia memberikan pinjaman atau pembelian obligasi yang ditawarkan pemerintah daerah; dan 5) Calon investor yang bersedia melakukan investasi di daerah (Halim, 2007). Analisis terhadap APBD menggunakan Rasio Kemandirian Keuangan Daerah (RKKD) menunjukkan 1) Kemampuan pemerintah daerah dalam membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat yang telah membayar pajak dan retribusi sebagai sumber pendapatan yang diperlukan daerah; 2) Ketergantungan daerah terhadap sumberdana ekstern; 3) Tingkat partisipasi masyarakat dalam pembangunan daerah; 4) Tingkat kesejahteraan masyarakat; dan 5) Rasio antara PAD dan Pendapatan Daerah.

Penelitian tentang kemampuan keuangan daerah di Indonesia pasca Otonomi Daerah per 1 Januari 2001 telah banyak dilakukan. Berikut ini disajikan berbagai penelitian yang menjadi referensi dalam melakukan penelitian ini. Penelitian yang dilakukan oleh K. Deddy (2002) menunjukkan bahwa 1) Berdasarkan indikator kinerja PAD, secara umum provinsi-provinsi di Kawasan Barat Indonesia (KBI) mempunyai kemampuan keuangan lebih baik jika dibanding provinsi-provinsi di Kawasan Timur Indonesia (KTI); 2) Provinsi yang mempunyai sumberdaya alam melimpah tidak serta merta memiliki kinerja PAD yang baik; dan 3) Telah dilakukan upaya oleh pemerintah kabupaten/kota untuk meningkatkan kemampuan keuangan kabupaten/kota dan mendorong potensi ekonomi lokal, melalui peningkatan PAD dan investasi berdasarkan potensi yang dimilikinya. Hasil penelitian K. Deddy berdasarkan klasifikasi status kemampuan keuangan daerah seperti yang ditunjukkan pada Tabel 8 berikut ini:

**Tabel 8**  
**Klasifikasi Status Kemampuan Keuangan Daerah**  
**Berdasarkan Metode Kuadran**

Kuadran	Kondisi
I	Kondisi paling ideal. PAD mengambil peran besar dalam APBD dan daerah mempunyai kemampuan mengembangkan potensi lokal. Kondisi ini ditunjukkan dengan besarnya nilai <i>share</i> disertai nilai <i>growth</i> yang tinggi.
II	Kondisi ini belum ideal. Kontribusi PAD yang besar dalam APBD mempunyai peluang mengecil karena pertumbuhan PADnya kecil. Kontribusi PAD terhadap APBD tinggi, namun pertumbuhan PAD rendah.
III	Kondisi ini belum ideal, tapi daerah mempunyai kemampuan mengembangkan potensi lokal sehingga PAD berpeluang memiliki kontribusi besar dalam APBD. Kontribusi PAD terhadap APBD masih rendah namun pertumbuhan PAD tinggi.
IV	Kondisi ini paling buruk. PAD belum mengambil peran yang besar dalam APBD dan daerah belum mempunyai kemampuan mengembangkan potensi lokal. Kontribusi PAD terhadap APBD rendah dan pertumbuhan PAD rendah.

Sumber: K., Deddy (2002).

Penelitian yang dilakukan oleh Purnamawati (Purnamawati dan Rudy Badrudin, 2004: 192) menunjukkan bahwa 1) intensitas penggunaan input dalam kegiatan ekonomi di Kabupaten Sleman lebih banyak menggunakan input modal K daripada input tenaga kerja L atau bersifat padat modal (*capital intensive*) dengan elastisitas input modal K sebesar 1,0427 dan 2) uji statistik  $H_0$  yang menyatakan bahwa nilai koefisien regresi variabel L adalah nol diterima sedang  $H_0$  yang menyatakan bahwa nilai koefisien regresi variabel K adalah nol ditolak sehingga disimpulkan bahwa nilai PDRB Kabupaten Sleman tahun 2001 secara signifikan hanya dipengaruhi oleh variabel modal. Hal ini berarti faktor modal sebagai penggerak investasi mempengaruhi nilai PDRB sebagai *proxi* variabel kesejahteraan masyarakat Kabupaten Sleman.

Penelitian yang dilakukan oleh Khasanah (2007) menunjukkan bahwa analisis rasio keuangan pada APBD yang telah ditetapkan dan dilaksanakan di Kabupaten Sleman dan Bantul tahun 2004 dan 2005

diperoleh simpulan bahwa hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa ada perbedaan proporsi (rasio keuangan RKKD) Kabupaten Sleman dan Bantul tahun 2004 dan 2005 tidak terbukti. Dengan demikian, secara signifikan tidak ada perbedaan proporsi (rasio keuangan RKKD) Kabupaten Sleman dan Bantul tahun 2004 dan 2005, artinya Pemerintah Kabupaten Sleman dan Bantul semakin mampu dalam membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat yang telah membayar pajak dan retribusi sebagai sumber pendapatan yang diperlukan daerah. Di samping itu, ketergantungan Kabupaten Sleman dan Bantul terhadap sumber dana ekstern semakin menurun.

Penelitian yang dilakukan oleh Handayani (Handayani dan Rudy Badrudin, 2007) menunjukkan bahwa kontribusi terbesar penerimaan APBD Kabupaten Bantul baik pada tahun 2004 maupun tahun 2005 adalah dari pos dana perimbangan, sedangkan kontribusi terbesar ke dua adalah PAD dan kontribusi terkecil berasal dari pos pendapatan lain-lain yang

sah. Kontribusi penerimaan APBD terbesar di Kabupaten Sleman pada tahun 2004 dan 2005 berasal dari dana perimbangan lalu disusul oleh pos PAD dan kontribusi terendah berasal dari pos pendapatan lain-lain yang sah. Kontribusi penerimaan APBD tahun 2004 dan 2005 Kota Yogyakarta terbesar bersumber dari dana perimbangan kemudian disusul dari pos PAD dan kontribusi terkecil bersumber dari pendapatan lain-lain yang sah. Kontribusi penerimaan APBD tahun 2004 dan 2005 Kabupaten Gunung Kidul terendah berasal dari pos pendapatan lain-lain yang sah, kontribusi terbesar kedua bersumber dari pos PAD, sedang kontribusi terbesar berasal dari pos dana perimbangan yang turun sebesar 0,2% dari tahun 2004. Kontribusi penerimaan APBD terbesar di Kabupaten Sleman berasal dari dana perimbangan, peringkat kedua adalah pos pendapatan lain-lain yang sah. Sedangkan kontribusi terendah berasal dari pos PAD.

Berdasarkan analisis Rasio Kemandirian Keuangan Daerah (RKKD) terhadap APBD Kabupaten/Kota se Provinsi DIY tahun 2004 dan 2005, disimpulkan bahwa Pemerintah Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, dan Kota Yogyakarta semakin mampu dalam membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat yang telah membayar pajak dan retribusi sebagai sumber pendapatan yang diperlukan daerah. Sedangkan kemampuan Kabupaten Sleman untuk membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat yang telah membayar pajak dan retribusi sebagai sumber pendapatan yang diperlukan mengalami penurunan. Ketergantungan Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, dan Kota Yogyakarta terhadap sumber dana ekstern semakin menurun. Sedangkan Kabupaten Sleman semakin tergantung pada dana ekstern. Tingkat partisipasi masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, dan Kota Yogyakarta dalam pembangunan daerah semakin tinggi. Sedangkan tingkat partisipasi masyarakat Kabupaten Sleman dalam pembangunan daerah semakin rendah. Tingkat kesejahteraan masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, dan Kota Yogyakarta semakin meningkat. Sedangkan tingkat kesejahteraan masyarakat Kabupaten Sleman semakin menurun.

Penelitian yang dilakukan oleh Handayani (Handayani dan Rudy Badrudin, 2007) menunjukkan

bahwa kontribusi sumber-sumber Penerimaan PAD tiap Kabupaten/Kota di Provinsi DIY pada tahun 2004 dan 2005 berbeda-beda. Perbedaan tersebut disebabkan adanya perbedaan kemampuan masing-masing kabupaten/kota dalam menggali sumber-sumber penerimaan PAD. Keadaan tersebut dapat disajikan sebagai berikut 1) Kota Yogyakarta, sumber utama PAD Kota Yogyakarta tahun 2004 dan 2005 berasal dari pos pajak daerah. Sumber terbesar kedua adalah retribusi daerah dan sumber terbesar ketiga berasal dari pos lain-lain PAD yang sah, sedangkan sumber terkecil berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan; 2) Kabupaten Sleman, sumber utama PAD Kabupaten Sleman tahun 2004 dan 2005 berasal dari pos pajak daerah. Sumber terbesar kedua adalah retribusi daerah dan sumber terbesar ketiga berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan. Sedangkan sumber terkecil berasal dari pos lain-lain PAD yang sah; 3) Kabupaten Bantul, sumber utama PAD Kabupaten Bantul tahun 2004 dan 2005 berasal dari pos retribusi daerah, sumber terbesar kedua adalah pajak daerah, sumber terbesar ketiga berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan, dan sumber terkecil berasal dari pos lain-lain PAD yang sah; 4) Kabupaten Kulon Progo, sumber utama PAD Kabupaten Kulon Progo tahun 2004 dan 2005 berasal dari pos retribusi daerah dan sumber terbesar kedua adalah lain-lain PAD yang sah. Sumber terbesar ketiga berasal dari pos pajak daerah, sedangkan pada tahun 2005 berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan. Sumber terkecil berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan (pada tahun 2004) dan dari pos pajak daerah (pada tahun 2005); dan 5) Kabupaten Gunung Kidul, sumber utama PAD Kabupaten Gunung Kidul tahun 2004 dan 2005 berasal dari pos retribusi daerah. Sumber terbesar kedua adalah berasal dari pos lain-lain PAD yang sah dan sumber terbesar ketiga berasal dari pos pajak daerah. Sedangkan sumber terkecil berasal dari pos hasil pengelolaan kekayaan daerah lain yang dipisahkan; dan (6) Tingkat partisipasi masyarakat di Provinsi DIY dalam pembangunan daerah semakin tinggi. Hal ini ditunjukkan dengan semakin besarnya persentase dana APBD yang berasal dari PAD.

Berdasarkan penjelasan tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H1:** Diduga ada perbedaan proporsi dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah.
- H2:** Diduga ada perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah.
- H3:** Diduga ada perbedaan posisi pada *BCG Matrix* (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah.
- H4:** Diduga ada perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah.

Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh kabupaten/kota di Provinsi DIY Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta sehingga disebut dengan populasi sedang penarikan sampel penelitian merupakan bentuk sensus. Pengumpulan data merupakan proses pengadaan data untuk keperluan penelitian. Mengingat seluruh data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, maka prosedur pengumpulan data dilakukan dengan cara data dikumpulkan dari instansi terkait antara lain Badan Pusat Statistik (BPS) dan dinas lainnya yang terkait di Provinsi DIY dan Kabupaten/Kota. Data yang digunakan dalam penelitian tersebut diperoleh dari berbagai laporan/buku/*compact disk* yang dipublikasikan oleh instansi terkait. Artikel pendukung studi dikumpulkan melalui *website* yang berupa referensi dari terbitan berkala, buku, makalah, jurnal ilmiah, dan laporan penelitian. Data sekunder yang tersedia dikumpulkan, diteliti, didiskusikan, dan diolah dengan berbagai pihak yang berkompeten agar data tersebut valid.

Analisis untuk mengetahui suatu Kabupaten/Kota memiliki keunggulan PAD di antara Kabupaten/Kota yang lain juga dapat menggunakan metode Indeks Kemampuan Keuangan (IKK) sebagai rata-rata hitung dari Indeks Laju Pertumbuhan (*Growth*), Indeks Elastisitas, dan Indeks *Share*. Laju pertumbuhan (*growth*) merupakan angka pertumbuhan PAD tahun  $i$  dari tahun  $i-1$ . Elastisitas adalah rasio Belanja Pembangunan terhadap PAD. Rasio ini untuk melihat sensitivitas atau elastisitas PAD terhadap per-

kembangan ekonomi suatu daerah. *Share* merupakan rasio PAD terhadap Total Pendapatan. Rasio ini mengukur kemampuan daerah membiayai kegiatan rutin dan kegiatan pembangunan. Rasio ini dapat digunakan untuk melihat kapasitas kemampuan keuangan daerah.

Untuk menyusun indeks dari Indeks Laju Pertumbuhan (*Growth*), Indeks Elastisitas, dan Indeks *Share*, ditetapkan nilai maksimum dan minimum dari masing-masing komponen. Menyusun indeks untuk setiap komponen IKK dilakukan dengan menggunakan persamaan umum (K., Deddy, 2002):

$$\text{Indeks X} = \frac{\text{Nilai X hasil pengukuran} - \text{Nilai X kondisi minimum}}{\text{Nilai X kondisi maksimum} - \text{Nilai X kondisi minimum}}$$

Berdasarkan persamaan tersebut maka persamaan IKK dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{IKK} = \frac{\text{XG} + \text{XE} + \text{XS}}{3}$$

Keterangan:

XG = Indeks Pertumbuhan (PAD)

XE = Indeks Elastisitas (Belanja Pembangunan terhadap PAD)

XS = Indeks *Share* (PAD terhadap Total Pendapatan)

Nilai IKK lima Kabupaten/Kota di Provinsi DIY diurutkan mulai dari yang terbesar. Seperti tiga besar pertama dikelompokkan dan dikategorikan sebagai Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang mempunyai kemampuan keuangan tinggi. Seperti tiga besar kedua dikelompokkan dan dikategorikan sebagai Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang mempunyai kemampuan keuangan sedang, dan sepertiga besar terakhir dikelompokkan dan dikategorikan sebagai Kabupaten/Kota di Provinsi DIY yang mempunyai kemampuan keuangan rendah.

## HASIL PENELITIAN

Berdasarkan data pada Tabel 4 dan Tabel 5, maka dapat disarikan nilai kualitatif kontribusi dan pertumbuhan PAD pada APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 seperti yang nampak pada Tabel 9 berikut ini:

**Tabel 9**  
**Kontribusi dan Pertumbuhan PAD pada APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul,**  
**Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah**  
**Per Tahun (2001-2005)**

Kabupaten/Kota	2001			2002			2003			2004			2005		
	K	P	Ku	K	P	Ku	K	P	Ku	K	P	Ku	K	P	Ku
Kabupaten Bantul	R	T	III	R	T	III	R	R	IV	R	T	III	R	R	IV
Kabupaten Gunung Kidul	R	T	III	R	R	IV	R	T	III	R	T	III	R	R	IV
Kabupaten Kulon Progo	R	T	III	R	T	III	R	R	IV	R	T	III	R	T	III
Kabupaten Sleman	T	R	II	T	T	I	T	T	I	T	T	I	T	T	I
Kota Yogyakarta	T	R	II	T	R	II	T	T	I	T	R	II	T	R	II

**Sumber:** Tabel 4 dan Tabel 5. Data diolah.

Keterangan:

K = kontribusi

P = laju pertumbuhan

Ku = kuadran

T = tinggi

R = rendah

Berdasarkan Tabel 9, nampak di antara Kabupaten/Kota di Provinsi DIY pasca otonomi daerah (2001-2005) yang berada pada Kuadran I atau II adalah Kabupaten Sleman dan Kota Yogyakarta sedang

Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, dan Kulon Progo selalu berada pada Kuadran III atau IV. Apabila digunakan data rata-rata selama 5 tahun (2001-2005), maka akan diperoleh informasi mengenai masing-masing Kabupaten/Kota di Provinsi DIY seperti yang disajikan pada Tabel 10 berikut ini:

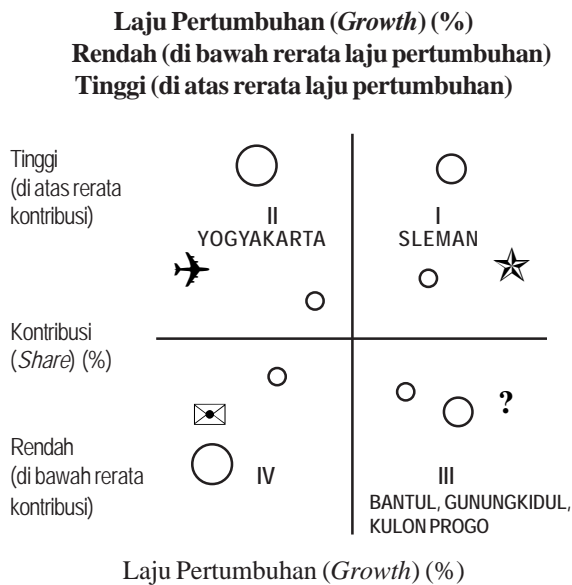
Berdasarkan Tabel 10, dapat diketahui posisi Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dengan menggunakan matriks *Boston-Consulting Group (BCG Matrix)* atau Metode Kuadran seperti yang disajikan pada Gambar 3 berikut ini:

**Tabel 10**  
**Kontribusi dan Pertumbuhan PAD pada APBD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul,**  
**Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah**  
**Selama Lima Tahun (2001-2005)**

Kabupaten/Kota	Kontribusi	Pertumbuhan	Kuadran
Kabupaten Bantul	R	T	III
Kabupaten Gunung Kidul	R	T	III
Kabupaten Kulon Progo	R	T	III
Kabupaten Sleman	T	T	I
Kota Yogyakarta	T	R	II

**Sumber:** Tabel 9. Data diolah.





**Gambar 3**  
**BCG Matrix (Metode Kuadran) Mengukur**  
**Kemampuan Keuangan Kabupaten/Kota**  
**di Provinsi DIY**

Hasil perhitungan elastisitas Belanja Pembangunan terhadap PAD untuk melihat sensitivitas atau elastisitas PAD terhadap perkembangan ekonomi Kabupaten/Kota di Provinsi DIY pasca otonomi daerah (2001-2005) disajikan pada Tabel 11 berikut ini:

Berdasarkan Tabel 11, nampak Kabupaten Kulon Progo memiliki elastisitas Belanja Pembangunan terhadap PAD yang paling besar per tahun 2001-2005, sedang Kota Yogyakarta memiliki elastisitas Belanja Pembangunan terhadap PAD yang paling kecil per tahun 2001-2005.

Perhitungan indeks laju pertumbuhan (*growth*), indeks elastisitas, dan indeks kontribusi (*share*) Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005 ditunjukkan pada Tabel 12 berikut ini:

Berdasarkan data pada Tabel 12, dapat dilakukan penghitungan Indeks Kemampuan Keuangan (IKK) sebagai rata-rata hitung dari Indeks Laju Pertumbuhan (*Growth*), Indeks Elastisitas, dan Indeks *Share*. Hasil penghitungan IKK disajikan pada Tabel 13 berikut ini:

**Tabel 11**  
**Elastisitas Belanja Pembangunan Terhadap PAD Kabupaten/Kota**  
**di Provinsi DIY Pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005**

Kabupaten/Kota	2001	2002	2003	2004	2005
Kabupaten Bantul	2.229273090	2.451973342	8.679070687	9.245029375	8.265487735
Kabupaten Gunung Kidul	4.611222194	3.056626269	3.854323009	5.943917452	4.941021687
Kabupaten Kulon Progo	5.156953306	3.997572958	10.05558948	13.57932812	10.69260593
Kabupaten Sleman	1.290809454	6.334103795	4.646594464	4.740987495	3.780272677
Kota Yogyakarta	0.407737149	0.603047211	0.751123845	0.722783668	3.754116113

Sumber: <http://www.depkeu.go.id>. Data diolah.

**Tabel 12**  
**Indeks Laju Pertumbuhan (*Growth*), Indeks Elastisitas, dan**  
**Indeks Kontribusi (*Share*) Kabupaten/Kota di Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005**

Kabupaten/Kota	Indeks <i>Growth</i>	Indeks Elastisitas	Indeks <i>Share</i>
Kabupaten Bantul	0.481803013	0.562290592	0.646900691
Kabupaten Kulon Progo	0.40846867	0.49347148	0.461934603
Kabupaten Gunung Kidul	0.566004639	0.490394184	0.606985127
Kabupaten Sleman	0.311802888	0.568625174	0.415692678
Kota Yogyakarta	0.425027436	0.251024901	0.487281482

Sumber: Tabel 4, Tabel 5, dan Tabel 11. Data diolah.

**Tabel 13**  
**Indeks Kemampuan Keuangan (IKK)**  
**Kabupaten/Kota di Provinsi DIY**  
**Pasca Otonomi Daerah Tahun 2001-2005**

Kabupaten/Kota	IKK
Kabupaten Bantul	0.563664765
Kabupaten Gunung Kidul	0.454624918
Kabupaten Kulon Progo	0.554461317
Kabupaten Sleman	0.432040247
Kota Yogyakarta	0.387777940

**Sumber:** Tabel 11. Data diolah.

Berdasarkan data pada Tabel 13, nampak kabupaten/kota yang memiliki IKK tertinggi adalah Kabupaten Bantul, kemudian Kabupaten Kulon Progo, Kabupaten Gunung Kidul, Kabupaten Sleman, dan Kota Yogyakarta.

Hasil pengujian hipotesis untuk mengetahui signifikan tidaknya perbedaan proporsi dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; signifikan tidaknya perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; signifikan tidaknya perbedaan posisi pada *BCG Matrix* (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; dan signifikan tidaknya perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 menggunakan chi kuadrat untuk menguji perbedaan dari dua proporsi atau lebih dan anova satu arah untuk menguji perbedaan antara  $k$  rata-rata sampel apabila subyek-subyek

penelitian ditentukan secara random pada setiap grup atau kelompok perlakuan yang ditentukan pada tingkat signifikansi sebesar 5% disajikan sebagai berikut:

Berdasarkan Tabel 14, nampak nilai  $\chi^2$  test H1 adalah 0,01 dengan nilai  $P$  value = 1,00 yang berarti tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan proporsi dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 ditolak. Nilai  $F$  test H2 adalah 9,99 dengan nilai  $P$  value = 0,000130009 yang berarti signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 diterima.

Nilai  $F$  test H3 adalah 22,08 dengan nilai  $P$  value = 0,000000422 yang berarti signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan posisi pada *BCG Matrix* (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 diterima. Nilai  $F$  test H4 adalah 1,51 dengan nilai  $P$  value = 0,238398346 yang berarti tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 ditolak.

## PEMBAHASAN

Berdasarkan Tabel 14, nampak nilai  $\chi^2$  test H1 adalah 0,01 dengan nilai  $P$  value = 1,00 yang berarti tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan proporsi dalam rasio

**Tabel 14**  
**Hasil Pengujian Hipotesis dengan Chi-Square dan Anova**

Hipotesis	Nilai Kritis	Nilai test	P value	Pengujian
H1	26,2962	$\chi^2$ test = 0,01	1,00	tidak signifikan
H2	2,866	$F$ test = 9,99	0,000130009	signifikan
H3	2,866	$F$ test = 22,08	0,000000422	signifikan
H4	2,866	$F$ test = 1,51	0,238398346	tidak signifikan

**Sumber:** Tabel 4, Tabel 5, dan Tabel 11. Data diolah.

keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 ditolak. Dengan demikian, selama tahun 2001-2005: 1) Pemerintah Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta memiliki komitmen yang sama dalam meningkatkan kemampuan membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta yang telah membayar pajak dan retribusi sebagai sumber pendapatan yang diperlukan daerah; 2) Ketergantungan Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta terhadap sumber dana ekstern semakin menurun; 3) Tingkat partisipasi masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta dalam pembangunan daerah semakin tinggi; dan 4) Tingkat kesejahteraan masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta semakin meningkat.

Berdasarkan Tabel 14, nampak nilai *F test* H2 adalah 9,99 dengan nilai *P value* = 0,000130009 yang berarti signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 diterima. Dengan demikian, selama tahun 2001-2005: 1) PAD masing-masing Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta berbeda yang ditunjukkan dengan besarnya laju pertumbuhan yang berbeda. Perbedaan laju pertumbuhan PAD ini disebabkan perbedaan kemampuan masing-masing Kabupaten/Kota di Provinsi DIY dalam menggali sumber-sumber PAD dengan berbagai strategi; dan 2) Pemerintah Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta memiliki komitmen yang sama dalam meningkatkan kemampuan membiayai sendiri kegiatan pemerintahan, pembangunan, dan layanan kepada masyarakat Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta seperti yang ditunjukkan dengan kecenderungan peningkatan PAD dari tahun 2001-2005.

Berdasarkan Tabel 14, nampak nilai *F test* H3 adalah 22,08 dengan nilai *P value* = 0,000000422 yang berarti signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis

yang menyatakan bahwa ada perbedaan posisi pada *BCG Matrix* (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 diterima. Perbedaan posisi antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pada *BCG Matrix* (Metode Kuadran) menunjukkan bahwa pemerintah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta memiliki strategi yang berbeda dalam menggali PAD.

Kabupaten Sleman yang terletak pada Kuadran I merupakan kabupaten dengan kondisi yang paling ideal karena PAD mengambil peran besar dalam APBD dan Kabupaten Sleman punya kemampuan mengembangkan potensi lokalnya. Kondisi ini ditunjukkan dengan besarnya nilai *share* dan nilai *growth* yang tinggi. Strategi pengembangan PAD Kabupaten Sleman yang berada pada Kuadran I adalah memperbesar Belanja Daerah yang sesuai dengan kemampuan riil daerah untuk mengembangkan potensi lokal dan melayani peningkatan aktivitas pelaku ekonomi yang tinggi dan berusaha mempertahankan kontribusi PAD terhadap APBD yang telah dimiliki.

Kota Yogyakarta yang terletak pada Kuadran II merupakan kota dengan kondisi yang belum ideal, tetapi Kota Yogyakarta mempunyai kemampuan mengembangkan potensi lokalnya sehingga PAD berpeluang tetap memiliki kontribusi besar dalam APBD. Kontribusi PAD terhadap APBD yang tinggi namun pertumbuhan PAD rendah. Strategi pengembangan PAD Kota Yogyakarta yang berada pada Kuadran II adalah memperbesar Belanja Daerah yang sesuai dengan kemampuan riil daerah untuk mengembangkan potensi lokal sehingga PAD berpeluang tetap memiliki kontribusi yang besar. Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, dan Kulon Progo yang terletak pada Kuadran III merupakan kabupaten dengan kondisi yang juga belum ideal. Kontribusi PAD yang rendah dalam APBD mempunyai peluang meningkat karena pertumbuhan PADnya tinggi. Strategi pengembangan PAD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, dan Kulon Progo adalah dengan menambah Belanja Daerah yang sesuai dengan kemampuan riil daerah untuk mengembangkan potensi lokal.

Berdasarkan Tabel 14, nampak nilai *F test* H4

adalah 1,51 dengan nilai  $P\text{ value} = 0,238398346$  yang berarti tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan bahwa ada perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001 ditolak. Jadi sekalipun pada Tabel 13, nampak IKK Kabupaten Bantul yang tertinggi dan Kota Yogyakarta yang terendah, namun secara statistik perbedaan IKK tidak terbukti. Dengan demikian, selama tahun 2001-2005 kemampuan keuangan Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta relatif sama. Hal ini dapat dijelaskan karena hampir semua Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta mempunyai proporsi rasio keuangan yang sama yang ditunjukkan dengan kontribusi PAD terhadap APBD yang sama dan signifikan pada  $\alpha 5\%$  secara statistik walaupun laju pertumbuhan PAD antar Kabupaten/Kota berbeda.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan uraian pada hasil penelitian dan pembahasan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut: 1) Tidak ada perbedaan proporsi dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; 2) Ada perbedaan laju pertumbuhan dalam rasio keuangan RKKD Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; 3) Ada perbedaan posisi pada BCG Matrix (Metode Kuadran) antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001; dan 4) Tidak ada perbedaan Indeks Kemampuan Keuangan Daerah antara Kabupaten Bantul, Gunung Kidul, Kulon Progo, Sleman, dan Kota Yogyakarta pasca Otonomi Daerah 1 Januari 2001.

### Saran

Dalam meningkatkan PAD, Pemerintah dan Dewan Perwakilan Rakyat Daerah (DPRD) Kabupaten/Kota perlu mempertimbangkan kemungkinan terjadinya *high cost economy* dengan adanya berbagai pungutan pajak

dan retribusi daerah yang dapat berimplikasi pada peningkatan beban perekonomian daerah dan kemunduran daya saing daerah.

## DAFTAR PUSTAKA

- Arsyad, Lincoln. 2004. *Ekonomi Pembangunan*. Edisi 4. Bagian Penerbitan STIE YKPN. Yogyakarta.
- Badrudin, Rudy. 2000. "Pengembangan Wilayah Provinsi DIY (Pendekatan Teoritis)". *Jurnal Ekonomi Pembangunan*. FE UII. Yogyakarta.
- Halim, Abdul. 2007. *Akuntansi Keuangan Daerah*. Salemba 4. Jakarta.
- Handayani, Asri Wening dan Rudy Badrudin. 2007. Analisis Deskriptif Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD) Kabupaten/Kota di Provinsi D.I. Yogyakarta, Tahun 2004-2005. *Jurnal Ekonomi & Bisnis (JEB)*. Vol. 1 (2), Juli 2007: 91-104.
- \_\_\_\_\_. 2007. Analisis Deskriptif Struktur Pendapatan Asli Daerah (PAD) Kabupaten/Kota Di Provinsi D.I. Yogyakarta, Tahun 2004-2005. *Jurnal Ekonomi & Bisnis (JEB)*. Vol. 1 (3), Nopember 2007: 161-176.
- K. Deddy. 2002. *Peta Kemampuan Keuangan Provinsi dalam Era Otonomi Daerah: Tinjauan atas Kinerja PAD dan Upaya yang Dilakukan Daerah*. <http://www.bappenas.go.id>.
- Khasanah, Mufidhatul. 2007. Analisis Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD): Kasus APBD Kabupaten Sleman dan Kabupaten Kulonprogo, Tahun 2004 dan 2005. *Jurnal Akuntansi & Manajemen (JAM)*. Vol 18 (1), April 2007: 43-50.
- Kuncoro, Mudrajad. 1997. *Ekonomi Pembangunan Teori, Masalah, dan Kebijakan*. BP UPP AMP YKPN. Yogyakarta.

Purnamawati, Astuti dan Rudy Badrudin. 2004. Analisis Fungsi Produksi Cobb-Douglas Terhadap Produk Domestik Regional Bruto (PDRB) Kabupaten Sleman, Provinsi DIY, Tahun 2001, *Jurnal Akuntansi & Manajemen (JAM)*. Vol. 15 (3), Desember: 203-213.

Sekretariat Negara Republik Indonesia. *Undang-Undang Nomor 32 Tahun 2004 tentang Pemerintahan Daerah*.

\_\_\_\_\_. *Undang-Undang Nomor 33 Tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintah Daerah*.

\_\_\_\_\_. 2001. *Undang-Undang Republik Indonesia No-mor 34 Tahun 2000 tentang Perubahan Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 18 Tahun 1997 tentang Pajak daerah dan Retribusi Daerah dan Beberapa Peraturan Pemerintah Bidang Dana Perimbangan Nomor 104, 105, 106, dan 107*. Penerbit PT Mutiara Sumber Widya. Jakarta.

Subiyakto, Haryono. 2001. *Statistika Inferens*. Edisi 2 Bagian Penerbitan STIE YKPN Yogyakarta.

## **PENGARUH KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN PERILAKU *HERDING* SEBAGAI VARIABEL MEDIASI**

**Muflikhun Annas**

*E-mail:* muflikhun\_annas@yahoo.com

### **ABSTRACT**

The main objective of this research is to obtain empirical evidence whether herding behavior exists on buy and sell decisions in Indonesia. This research also tries to give a contribution whether herding behavior could become an intervening variable between corporate finance performance and stock return. The population in this research is companies that listed in Bursa Efek Indonesia (BEI). By a purposive sampling method, 20 companies which publish quarterly financial report from 2004-2007 period were taken as sample. The data were analyzed by two step regression which consists of the effect of the corporate finance performance to herding behavior and then the effect of herding behavior to stock return. Results of this research indicate that follower investors follow the leader investor's stock trading pattern. The results also show that herding behavior could become an intervening variable between corporate finance performance and stock return although the intervening has a weak relationship. This weak relationship occurs because of the corporate finance performance has a direct effect to stock return.

**Keyword:** herding, corporate finance performance, stock return, follower investor, leader investor

### **PENDAHULUAN**

Investor seringkali membuat keputusan berdasarkan keputusan yang dibuat oleh pihak lain. Hal ini terjadi

karena investor mengalami kesulitan untuk melakukan investasi sendiri pada surat-surat berharga (Pratomo dan Nugroho, 2002). Pembuatan keputusan berdasarkan keputusan yang dibuat oleh pihak lain dapat dikategorikan sebagai perilaku *herding*. Akan tetapi, *herding* juga memiliki risiko tertentu yang dapat menyebabkan investor mengalami rugi dalam investasinya. Perbedaan tujuan investasi antarinvestor dapat menyebabkan investor yang melakukan *herding* mengalami kerugian. Misalnya, investor A adalah investor yang berpengalaman, membuat portofolio dengan memasukkan saham X, Y, dan Z dengan *contrarian investment strategy*, sedangkan investor B dan investor C melakukan *herding* dengan berinvestasi pada saham X, Y, dan Z dengan tujuan mendapatkan *capital gain*. Perbedaan tujuan investasi tersebut membuat investor B dan C tidak akan mendapatkan *capital gain* dalam jangka pendek karena tujuan investor A adalah investasi jangka panjang.

*Herding* didefinisi sebagai perilaku yang terjadi ketika seseorang atau kelompok investor bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh investor lainnya. *Herding* juga dapat didefinisi sebagai kelompok investor yang saling mengikuti satu sama lain untuk masuk dan keluar dari suatu sekuritas yang sama dalam periode waktu yang sama. Dalam literatur keuangan, *herding* selalu digunakan untuk menjelaskan korelasi dalam perdagangan yang berasal dari interaksi antarinvestor. Hal itu dapat dipahami sebagai cara investor untuk meminta saran dari investor lain yang sukses, karena apabila investor menggunakan informasi/ pengetahuannya sendiri akan mengeluarkan biaya yang lebih tinggi. Konsekuensi



perilaku *herding* ini memunculkan satu grup investor yang melakukan *trading* dengan arah yang sama pada satu periode waktu (Nofsinger dan Sias, 1999). Hal ini sesuai dengan temuan Shleifer dan Summers (1990) yang menduga bahwa investor individual melakukan *herding* dengan mengikuti sinyal yang sama, seperti rekomendasi dari *broker* atau *forecaster* dan penekanan yang lebih besar pada informasi terkini.

Ada empat teori yang menjelaskan mengapa investor institusional berdagang bersama-sama. Pertama, para manajer investasi mungkin mengabaikan informasi pribadinya dan berdagang bersama-sama karena adanya risiko dari tindakan yang berbeda dari manajer investasi lainnya (Scharfstein dan Stein, 1990). Kedua, para manajer investasi mungkin berdagang bersama-sama karena menerima informasi pribadi yang berkaitan dan berasal dari analisis indikator-indikator yang sama (Froot *et al.*, 1992) dan (Hirshleifer *et al.*, 1994). Ketiga, para manajer investasi mungkin menyimpulkan informasi pribadi dari perdagangan sebelumnya yang dilakukan manajer yang berpengalaman dan berdagang dengan tujuan yang sama (Bikhchandani *et al.*, 1992). Keempat, para investor institusional mungkin memiliki keengganan yang sama terhadap saham dengan karakteristik tertentu, seperti saham yang likuiditasnya rendah atau saham yang kurang berisiko (Flkenstein, 1996).

Investor institusional melakukan *herding* karena tertarik pada suatu sekuritas yang memiliki karakteristik tertentu. Setiap sekuritas memiliki karakteristik yang berbeda-beda. Jika investor tertarik pada suatu sekuritas maka investor tersebut akan memiliki sekuritas tersebut dalam jumlah yang besar. Misalnya, pada suatu kuartal investor mempunyai pilihan untuk membeli sekuritas A, B, C, dan E. Investor tersebut ternyata tertarik pada karakteristik sekuritas A, maka pada kuartal yang dimaksud investor akan memiliki sekuritas A dalam jumlah yang banyak. Dengan alasan ini, *herding* dapat dihasilkan dari hubungan *time-series* dan hubungan *cross-sectional* pada aliran dana bersih yang dimiliki oleh investor.

Dalam *herding* ada dua kemungkinan perilaku yang dilakukan oleh investor ketika melakukan investasi, yaitu investor akan menginvestasikan dananya ke dalam portofolionya yang sudah ada, karena mengikuti keinginannya sendiri untuk masuk ke dalam sekuritas yang sama selama kuartal yang

berdekatan ketika aliran dana bersih mereka pada kuartal yang berurutan bernilai positif. Sebaliknya, investor akan menginvestasikan dananya dari portofolionya yang sudah ada dan mengikuti keinginannya sendiri untuk keluar dari sekuritas yang sama selama kuartal yang berdekatan ketika aliran dana bersihnya pada kuartal yang berurutan bernilai negatif.

*Herding* dapat disebabkan karena motivasi rasional dan irasional dari investor. Salah satu motivasi rasional yang menjadi pertimbangan dalam keputusan investasi adalah kinerja perusahaan. *Company institute* yang melakukan penilaian atas perilaku investor di Amerika, menyebutkan bahwa 75% investor melakukan investasi karena kinerja perusahaan (Pratomo dan Nugraha, 2001). Kinerja perusahaan dapat diketahui melalui laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan karena dalam laporan keuangan terdapat informasi tentang kondisi keuangan dan informasi-informasi yang berkaitan. Tujuan utama diterbitkannya laporan keuangan adalah memberikan informasi yang relevan bagi pihak-pihak di luar perusahaan, yang sangat berguna untuk pengambilan keputusan yang tepat. Agar informasi yang tersaji menjadi lebih bermanfaat dalam pengambilan keputusan, laporan keuangan harus dikonversi menjadi informasi yang berguna dalam pengambilan keputusan.

Investor mempertimbangkan berinvestasi pada saham berdasarkan pada kinerja keuangan masa lalu dengan melakukan analisis pada laporan keuangan. Untuk menarik investor, perusahaan harus mampu menunjukkan kinerjanya. Pengukuran kinerja dapat dilakukan menggunakan rasio keuangan. Analisis rasio keuangan merupakan teknik analisis keuangan yang populer diaplikasikan dalam praktik bisnis. Menurut Paytama (2001), kinerja perusahaan sering diprosikan dengan indikator yaitu perubahan harga saham yang terjadi di bursa dan rasio-rasio keuangan. Meskipun kinerja masa lalu tidak menjamin atau bahkan secara langsung berhubungan dengan kinerja yang akan datang (Carhart, 1997), hal itu tetap digunakan investor sebagai langkah awal dalam proses keputusan investasi.

Peran rasio keuangan dalam memprediksi kondisi distress dilakukan oleh Amilia dan Kristijadi (2003). Dengan menggunakan regresi logit, hasilnya mengindikasikan bahwa rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksi *financial distress*

suatu perusahaan. Di Indonesia, rasio keuangan bermanfaat untuk mengevaluasi kinerja perusahaan yang diatur pemerintah. Berdasar sudut pandang eksternal, rasio keuangan digunakan untuk memutuskan apakah membeli saham perusahaan, memberikan pinjaman berupa kas, atau untuk memprediksi keuangan perusahaan di masa yang akan datang. Investor perlu memiliki sejumlah informasi yang berkaitan dengan dinamika harga saham agar dapat mengambil keputusan tentang saham perusahaan yang layak dipilih. Cates (1998) melihat perlunya informasi yang benar tentang kinerja keuangan perusahaan, manajemen perusahaan, kondisi ekonomi makro, dan informasi relevan lainnya untuk menilai saham akurat. Penelitian Nimas (2000), meneliti pengaruh variabel *profit margin on sales*, *basic earning ratio*, *return on asset*, *return on equity*, *price earning ratio*, dan *market to book value* terhadap harga saham pada perusahaan-perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta (sekarang BEI) selama tahun 1995 dan 1996. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *profit margin on sales*, *basic earning ratio*, *return on asset*, *return on equity*, *price earning ratio*, dan *market to book value* berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Nilai saham mencerminkan nilai perusahaan. Perusahaan yang berkembang berarti sahamnya bernilai tinggi, dan sebaliknya sedangkan harga pasar saham adalah harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Menurut Usman (1989), ada banyak faktor yang mempengaruhi harga saham di pasar modal, yaitu faktor psikologis dari penjual/pembelinya, kondisi perusahaan, kebijakan direksi, tingkat suku bunga, harga komoditi, investasi lain, kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, tingkat pendapatan, laju inflasi, dan kondisi pasar. Harga saham dapat naik dan turun tergantung perubahan salah satu faktor atau lebih dari faktor-faktor tersebut.

Dalam kaitannya dengan penelitian ini, peneliti akan menganalisis salah satu faktor yang paling berpengaruh terhadap harga saham, yaitu kondisi perusahaan. Kondisi perusahaan dalam hal ini diartikan sebagai kinerja perusahaan. Ada banyak cara untuk mengukur kinerja suatu perusahaan, antara lain dari segi pemasaran, operasi, sumber daya manusia. Pada penelitian ini, peneliti membatasi masalah yang akan diteliti dari sisi kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan yang digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah *Return on Equity* (ROE) dan *Earnings Per Share* (EPS).

Kinerja keuangan perusahaan ROE menunjukkan pengembalian atas modal pemegang saham. Semakin besar ROE, menandakan perusahaan semakin baik dalam mensejahterakan para pemegang saham prioritas yang dapat dihasilkan dari setiap lembar saham. EPS menunjukkan besarnya laba dari setiap lembar saham. Rasio keuangan untuk mengukur nilai pasar adalah *Price Earning Ratio* (PER) yang menggambarkan perbandingan harga pasar saham dengan EPS (Purnomo, 1998).

## MATERI DAN METODE PENELITIAN

Kinerja keuangan perusahaan merupakan hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen. Oleh karena itu, untuk menilai kinerja keuangan suatu perusahaan perlu melibatkan analisis dampak keuangan kumulatif dan ekonomi dari keputusan dan mempertimbangkannya dengan menggunakan ukuran komparatif. Kinerja keuangan adalah penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat mengukur keberhasilan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba. Dalam mengukur kinerja keuangan perlu dikaitkan antara organisasi perusahaan dengan pusat pertanggungjawaban. Dalam melihat organisasi perusahaan dapat diketahui besarnya tanggungjawab manajer yang diwujudkan dalam bentuk prestasi kerja keuangan. Analisis rasio keuangan merupakan instrumen analisis prestasi perusahaan yang menjelaskan berbagai hubungan dan indikator keuangan yang ditujukan untuk menunjukkan perubahan dalam kondisi keuangan atau prestasi operasi di masa lalu. Makna dan kegunaan rasio keuangan dalam praktik bisnis pada kenyataannya bersifat subyektif, bergantung pada untuk apa suatu analisis dilakukan dan dalam konteks apa analisis tersebut diaplikasikan (Helfret, 1999).

Purnomo (1998), dalam penelitiannya tentang keterkaitan kinerja keuangan dengan harga saham, memberikan hasil bahwa *Return on Assets* (ROE), *Earnings per Share* (EPS), *Price Earning Ratio* (PER), dan *Dividen Earning Share* (DES) mempunyai hubungan positif dengan harga saham, sedangkan *Dividen Earning Ratio* (DER) cenderung tidak dapat digunakan dalam menentukan proyeksi harga saham. Kusumawardani (2000), dalam penelitiannya tentang hubungan antara kinerja keuangan dengan perubahan

harga saham sebelum dan selama krisis moneter, perubahan kinerja keuangan (ROE, EPS, PER, DER, dan DPS) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Menurut Koesno (1990), kinerja keuangan yang dimaksud dapat diukur dengan faktor-faktor: 1) Faktor kekayaan bersih per saham atau *Net Asset per Share* (NAPS) atau biasa disebut *book value per asset*; 2) EPS atau biasa disebut *earnings approach*, yaitu semakin tinggi laba per saham maka mencerminkan kinerja keuangan perusahaan yang semakin baik; 3) Volatilitas saham, yaitu seberapa frekuensi dan volume saham yang diperdagangkan di bursa, semakin tinggi volatilitas menandakan bahwa saham tersebut semakin likuid dan mudah dijual sewaktu-waktu; 4) Faktor-faktor intern, misalnya profitabilitas, tingkat aktivitas dan pertumbuhan, faktor *leverage*, kualitas manajemen, popularitas, merk, ketergantungan pada pihak lain, risiko usaha; dan 5) Faktor-faktor ekstern, misalnya suku bunga deposito sebagai faktor pembanding.

ROE merupakan kemampuan dari ekuitas (modal sendiri) untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham (Bambang Riyanto, 1994). ROE menunjukkan efisiensi suatu perusahaan yang menitikberatkan pada pengamatan seberapa jauh organisasi perusahaan telah menggunakan modal sendiri untuk mendapatkan keuntungan yang layak. Pengertian modal sendiri yang digunakan sebagai pengukur efisiensi adalah jumlah dana yang berasal dari pemilik perusahaan, yang digunakan dalam operasi perusahaan. Hal ini berarti, rentabilitas modal sendiri memberikan ukuran tingkat hasil pengembalian investasi bagi pemegang saham (Hartanto, 1991). Hubungan antara ROE dengan kinerja keuangan perusahaan adalah semakin besar ROE mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memberikan keuntungan bagi pemegang saham, maka saham tersebut diinginkan untuk dibeli. Hal ini menyebabkan permintaan akan saham tersebut meningkat. Dengan demikian, ROE yang diharapkan akan menyebabkan kenaikan harga saham, dan sebaliknya.

EPS merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan per lembar saham bagi pemiliknya (Tandelilin, 2001). Rasio keuangan EPS terbagi dalam tiga kategori (Gaughan,

1999), yaitu 1) *Basic EPS* adalah pengurangan terhadap *primary EPS* yang diakibatkan oleh anggapan bahwa *convertible securities* sudah ditukarkan, atau *options* (hak untuk membeli saham biasa dengan harga yang sudah disetujui) dan *warrant* (surat berharga yang memberi hak pada pemiliknya untuk membeli saham biasa dengan harga tertentu sesuai dengan perjanjian) sudah digunakan atau saham-saham lain sudah dikeluarkan untuk memenuhi persyaratan tertentu; 2) *Primary EPS* adalah jumlah pendapatan yang diperoleh oleh setiap lembar saham biasa yang beredar termasuk saham biasa ekuivalen; dan 3) *Fully Diluted EPS* adalah jumlah pendapatan per lembar yang menunjukkan *maximum dilution* yang akan terjadi dari pertukaran, penggunaan, dan pengeluaran-pengeluaran bersyarat yang secara individual akan mengurangi *earning* dan secara keseluruhan mempunyai akibat *dilutive*. Hubungan EPS dengan kinerja keuangan perusahaan adalah EPS yang tinggi menjadi daya tarik investor untuk memiliki saham tersebut. Hal ini disebabkan karena kinerja perusahaan baik dan tercermin pada laba setelah pajak yang tinggi, sehingga prospek emiten tersebut baik dan mengakibatkan harga saham tersebut menjadi naik, dan sebaliknya dividen yang dibayarkan akan rendah pula, sehingga investor enggan membeli saham yang dividennya rendah (Weston and Copeland, 1998).

PER menggambarkan ketersediaan investasi membayar suatu jumlah tertentu untuk setiap perolehan laba perusahaan. PER dapat dihitung dengan perbandingan antara harga pasar per lembar saham dan laba bersih per lembar saham (Rangkuti, 2001). PER merupakan indikator yang digunakan untuk menentukan apakah harga saham tertentu dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah. PER akan mempengaruhi harga saham karena apabila PER semakin tinggi, maka semakin besar kemungkinan harga saham dinilai terlalu tinggi, sebaliknya apabila PER semakin rendah, maka semakin besar kemungkinan harga saham dinilai terlalu rendah. Selanjutnya, cepat atau lambat harga saham di pasar modal akan terkoreksi. Bentuk penyesuaiannya adalah apabila penilaian harga saham terlalu tinggi akan mengalami penurunan, sebaliknya apabila harga saham terlalu rendah akan mengalami kenaikan.

Investor akan berupaya untuk memperoleh *return* sebelum pasar bereaksi terhadap informasi baru.

Penilaian harga saham pada penelitian ini juga didasarkan pada *return*. *Return* merupakan penghasilan (*income*) yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya di perusahaan tertentu. *Return* dapat berupa *return* realisasi yaitu *return* yang telah terjadi atau *return* ekspektasi yaitu *return* yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. Tiga alasan investor memilih untuk membeli saham tertentu, yaitu 1) *Income*, apabila pertimbangan investor dalam berinvestasi dalam saham adalah mendapatkan pendapatan yang tetap dari hasil investasi pertahunnya, maka investor dapat membeli saham pada perusahaan yang sudah mapan dan memberikan dividen secara regular; 2) *Growth*, apabila pertimbangan investor adalah untuk jangka panjang dan memberikan hasil yang besar pada masa datang, berinvestasi pada saham perusahaan yang sedang berkembang (biasanya perusahaan teknologi) memberikan keuntungan yang besar, karena kebijakan dari perusahaan yang sedang berkembang biasanya keuntungan perusahaan akan diinvestasikan kembali ke perusahaan maka perusahaan tidak memberikan dividen bagi investor. Keuntungan bagi investor hanya dari kenaikan harga saham apabila anda menjual saham tersebut; dan 3) *Diversification*, apabila investor membeli saham untuk kepentingan portofolio investor maka investor harus hati-hati dalam melengkapinya. Investor harus memutuskan apakah memerlukan saham untuk pendapatan tetap atau membeli obligasi dengan bunga yang diberikan sebagai pendapatan. Nasihat investasi “*don't put eggs in one basket*” tepat dilakukan dalam proses diversifikasi.

Daya tarik investasi saham adalah dua keuntungan yang diperoleh pemodal dengan membeli saham atau memiliki saham, yaitu dividen dan *capital gain*. Dividen merupakan keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan yang dibagikan setelah adanya persetujuan pemegang saham dan dilakukan setahun sekali. *Capital gain* merupakan selisih antara harga beli dan harga jual yang terjadi. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan di pasar sekunder. Pada umumnya investor jangka pendek mengharapkan keuntungan dari *capital gain*.

Rasio mempunyai hubungan yang erat dengan *return* saham sehingga banyak digunakan oleh investor dalam keputusan berinvestasi saham. Davis (1994)

melakukan penelitian yang menghasilkan bukti bahwa beberapa rasio keuangan sebagai variabel kinerja perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Purnomo (1998), menyelidiki hubungan variabel kinerja keuangan perusahaan dengan menganalisis beberapa rasio keuangan, menemukan bahwa kebanyakan rasio-rasio tersebut, terutama *Earnings Per Share*, memiliki pengaruh yang paling signifikan. Selanjutnya penelitian Asyik (1999) menemukan 12 rasio keuangan yang berhubungan signifikan dengan *return* saham. Hasil dari angka rasio dari laporan keuangan adalah keputusan investor dalam berinvestasi saham.

*Herding* adalah perilaku individu yang terjadi pada saat individu tersebut mengubah prinsip dan tindakannya agar sesuai dengan prinsip dan tindakan yang dilakukan oleh pihak lain (Shlifer 1995; Trueman 1994; Banerjee 1992; Scharfstein dan Stein 1990). Perilaku *herding* dapat terjadi pada saat seseorang atau kelompok yang harus mengambil keputusan dengan berbagai jenis keterbatasan, misalnya keterbatasan informasi, waktu, dan kemampuan. Trueman (1994) melakukan penelitian mengenai perilaku *herding* pada *earning forecast*, dan hasilnya menunjukkan bahwa setiap peramal laba cenderung melakukan *herding* dalam meramalkan laba perusahaan, tetapi tingkat *herding* setiap peramal laba bervariasi, tergantung pada faktor personal dan lingkungan.

*Herding* dapat didefinisi sebagai tindakan yang dilakukan seseorang dalam mengambil keputusan yang dipengaruhi oleh tindakan atau keputusan yang telah diambil sebelumnya. Welch (2000) telah melakukan penelitian yang berkaitan dengan hal tersebut dengan obyek penelitiannya adalah para analis sekuritas. Tugas analis sekuritas adalah memberikan rekomendasi kepada klien untuk membeli, menyimpan, atau menjual sekuritas yang dimilikinya. Dalam memberikan rekomendasi tersebut, para analis dipengaruhi oleh pilihan kebijakan atau rekomendasi yang telah diterbitkan sebelumnya dan juga dipengaruhi oleh konsensus yang telah dicapai oleh para analis sekuritas.

*Herding* juga dapat diartikan sebagai kelompok investor yang saling mengikuti satu sama lain dalam membeli atau menjual saham yang sama dalam periode waktu yang sama. Sias (2004) melakukan penelitian lain untuk meneliti perilaku *herding* yang dilakukan oleh

investor institusional. Dalam penelitian Sias (2004) pengujian *herding* institusional dilakukan dengan menghitung hubungan *cross-sectional* antara permintaan investor institusional pada kuartal yang sedang berjalan dengan permintaan institusional pada kuartal sebelumnya. Hasilnya menunjukkan bahwa permintaan investor institusional untuk sekuritas pada kuartal ini berhubungan secara positif dengan permintaan investor institusional untuk sekuritas pada kuartal sebelumnya. Dalam hal ini investor institusional saling mengikuti satu sama lain untuk membeli atau menjual suatu sekuritas yang sama (*herding*) dan investor institusional mengikuti pola perdagangan mereka sebelumnya.

Scharfstein dan Stein (1990) melakukan penelitian tentang faktor yang mendorong manajer untuk melakukan *herding* pada saat mengambil keputusan investasi. Hasil penelitian tersebut menjelaskan bahwa dalam keadaan tertentu, manajer cenderung meniru keputusan investasi yang dilakukan oleh manajer lain dan mengabaikan informasi yang telah mereka miliki. Jika dipandang dari sisi sosial, perilaku tersebut tidak efisien, tetapi menurut pandangan manajer yang melakukan hal tersebut, perilaku mereka dianggap rasional, karena pertimbangan reputasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Hanafi (2003) membandingkan perilaku *herding* antara investor institusional dengan investor individual dengan menggunakan data Jepang. Penelitian ini menemukan bahwa investor institusional melakukan *herding* lebih besar pada saham kecil. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *herding* yang dilakukan oleh investor institusional nampaknya tidak mempunyai efek negatif (*destabilizing*) dalam jangka pendek. Dalam jangka panjang, hasil penelitian Hanafi (2003) menunjukkan pembalikan harga (*reversal*) untuk saham dimana investor institusional melakukan *herding*. Di samping itu, saham yang dilepas investor institusional mempunyai reaksi harga yang negatif, dan tindakan pelepasan tersebut didorong oleh motivasi yang rasional. Perdagangan oleh investor institusional mempunyai pengaruh yang lebih besar terhadap harga, investor institusional nampaknya tidak melakukan perdagangan umpan balik positif.

Penelitian yang dilakukan oleh Choi dan Sias (2008) meneliti tentang perilaku *herding* di antara industri. Hasil penelitian menunjukkan fakta yang kuat

tentang *herding* institusional industri yang dilakukan oleh investor institusional. Hasil empirik menyatakan bahwa ada fakta yang kuat dari *herding* institusional industri. Dalam *herding* industri investor institusional saling mengikuti satu sama lain untuk masuk atau keluar dalam industri yang sama. Hubungan *cross-sectional* antara fraksi pedagang institusional yang melakukan pembelian dalam industri pada kuartal ini dan fraksi pembelian pada kuartal sebelumnya rata-rata 39%. Hasil penelitian juga menyatakan bahwa *herding* institusional industri merupakan hasil dari keputusan manajer (dibandingkan dengan aliran investor pokok) dan mengarahkan bahwa *herding* institusional industri adalah *momentum trading*, lebih banyak dinyatakan pada industri yang lebih kecil, dan *volatile*.

Wermers (1999) melakukan penelitian yang menguji keberadaan *herding* pada transaksi perdagangan yang dilakukan oleh reksa dana. Penelitian ini menganalisis aktivitas perdagangan dari industri reksa dana dari tahun 1975 sampai tahun 1994 untuk menetapkan apakah reksa dana melakukan *herding* ketika memperdagangkan saham dan untuk menginvestigasi apakah perilaku *herding* tersebut berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian ini menemukan level *herding* yang lebih tinggi pada saham kecil dan pada perdagangan yang dilakukan oleh reksa dana yang sedang berkembang yang ternyata berhubungan dengan strategi perdagangan umpan balik positif.

Puckett dan Yan (2007) melakukan penelitian dengan menggunakan perdagangan dari 776 investor institusional dari tahun 1999 sampai tahun 2004. Penelitian mereka menjelaskan keberadaan *herding* institusional jangka pendek dan pengaruh *herding* tersebut terhadap harga saham. Hasil penelitian tersebut menemukan fakta *herding* dalam frekuensi mingguan dengan menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) dan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004). Penelitian menyimpulkan bahwa *herding* dalam jangka waktu mingguan mempengaruhi efisiensi harga sekuritas secara signifikan. Penelitian ini juga menghasilkan fakta yang kuat dari pembalikan *return* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas penjualan dan fakta yang lemah dari *return continuations* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas pembelian.

Oehler dan Chao (2000) melakukan penelitian



untuk menguji apakah investor institusional saling mengikuti satu sama lain di pasar obligasi. Penelitian ini dilakukan di pasar obligasi Jerman dan menggunakan data dari 57 reksa dana Jerman yang terutama melakukan investasi pada obligasi dengan satuan Deutch Mark (DM) yang mewakili 71% total volume pasar. Hasil penelitian ini mengindikasikan fakta *herding* yang kuat, walaupun lebih lemah dari fakta yang diperoleh dari pasar saham. Analisis yang mendetail menyatakan bahwa tingkat bunga merupakan karakteristik obligasi yang penting untuk reksa dana. Tipe kualitas waktu dan batas waktu pinjaman juga memainkan peranan dalam proses pemilihan obligasi, tetapi hanya untuk ukuran yang kurang luas. Tipe *issuer* terlihat lebih tidak relevan. Nominal tingkat bunga kelihatan lebih penting pada proses pemilihan obligasi. Brown (2007) menguji *herding* pada reksa dana yang dihubungkan dengan rekomendasi analis. Penelitian ini menunjukkan bahwa manager reksa dana mengikuti revisi rekomendasi analis ketika mereka memperdagangkan saham, dan *herding* pada reksa dana yang dimotivasi oleh revisi rekomendasi analis tersebut akan mempengaruhi harga saham. Secara spesifik, *herding* pada reksa dana untuk masuk pada saham-saham terlihat dengan meningkatnya *consensus* analis dan *herding* untuk keluar dari saham-saham terlihat dengan menurunnya *consensus*. Meningkat dan menurunnya *consensus* analis dapat mengontrol sinyal investasi yang biasa mempengaruhi revisi analis dan *herding* pada reksa dana. Penelitian ini menemukan fakta bahwa *herding* reksa dana berdampak pada harga saham dengan tingkat yang besar selama periode sampel (1994-2003). Penelitian juga menemukan hasil bahwa bentuk *herding* pada reksa dana secara jelas mengikuti *consensus* revisi pada rekomendasi analis. Revisi persetujuan rekomendasi positif lebih sering dihasilkan dalam perilaku *herding* pada aktivitas pembelian saham, dan revisi negatif lebih sering dihasilkan dalam perilaku *herding* pada aktivitas penjualan saham.

Brown *et al.* (2006) melakukan penelitian yang mencoba menemukan perilaku *herding* pada keputusan pengungkapan sukarela perusahaan dalam konteks peramalan belanja modal perusahaan dan menginvestigasi dua alasan yang mungkin untuk perilaku ini yaitu pengaruh informasi yang direfleksikan pada keputusan pengungkapan perusahaan di masa lalu atau perhatian manajer pada reputasinya. Dengan

menggunakan analisis durasi untuk kejadian yang terjadi berulang-ulang, penelitian menguji waktu peramalan belanja modal untuk sampel yang luas dan menemukan perusahaan yang melakukan pengungkapan atau yang tidak melakukan pengungkapan. Penelitian ini memprediksi dan menemukan bahwa kecenderungan mengeluarkan ramalan belanja modal berhubungan positif dengan proposi pengungkapan perusahaan periode sebelumnya dalam industri yang sama. Dengan demikian memberikan fakta perilaku *herding*. Penelitian juga menemukan bahwa hubungan positif ini berlaku untuk perusahaan dengan konsentrasi yang tinggi pada industri dan perusahaan dengan *barriers to entry* yang rendah. Temuan ini menyatakan bahwa perusahaan yang memandang kompetisi industri yang tinggi memiliki dorongan yang kuat untuk melakukan *herding*. Penelitian ini juga menemukan bahwa manajer dengan reputasi yang kurang bagus menunjukkan kecenderungan untuk melakukan *herding* pada keputusan pengungkapannya. Penelitian juga menyimpulkan bahwa faktor informasional dan faktor reputasional merupakan gabungan sumber yang signifikan dari *herding* dalam keputusan pengungkapan sukarela.

Beberapa fakta empiris dilaporkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) yang menguji dana pensiun dan menemukan fakta lemah bahwa manajer dana pensiun tertarik untuk melakukan perdagangan umpan balik positif atau melakukan *herding*, dengan fakta yang agak kuat pada saham-saham kecil. Fakta lainnya juga dilaporkan oleh Grinblatt *et al.* (1995) dan Wermers (1997), yang melakukan pengujian pada reksa dana dan menemukan hasil bahwa mayoritas reksa dana menggunakan strategi perdagangan umpan balik positif untuk memilih saham.

Graham (1998) menguji kecenderungan bagi analis yang mempublikasikan *newsletter* investasi. Analisis tersebut kemungkinan besar melakukan *herding* pada rekomendasi yang diberikan karena beberapa alasan, yaitu jika reputasinya tinggi, kemampuannya rendah, atau jika korelasi sinyalnya tinggi. Bagi analis yang menganggap reputasi adalah hal yang penting, maka selalu akan mempertimbangkan faktor reputasi dalam mengeluarkan rekomendasi investasi. Jika merasa reputasinya tinggi, maka analis akan memberikan rekomendasi investasi yang sesuai dengan



rekomendasi yang telah diberikan pada periode sebelumnya, atau akan memberikan rekomendasi sesuai dengan rekomendasi yang diberikan oleh analis lain yang mempunyai reputasi yang sama. Jika kemampuannya rendah maka analis akan mengeluarkan rekomendasi investasi dengan mempertimbangkan rekomendasi dari analis lain yang menurutnya mempunyai kemampuan yang lebih baik. Pada saat membuat rekomendasi investasi tentu saja masing-masing analis memperoleh banyak informasi tentang perusahaan yang akan dianalisis. Jika masing-masing investor memperoleh informasi yang sama maka dapat dikatakan bahwa korelasi sinyalnya tinggi, maka akan saling mengikuti satu sama lain dalam memberikan rekomendasi investasi kepada kliennya.

Patel *et al.* (1991) melakukan penelitian terhadap perilaku individu dalam mengambil keputusan untuk membeli saham di pasar modal. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa para pelaku pasar modal bertindak secara berkelompok atau bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh orang lain (*herding*). Nofsinger dan Sias (1998) membandingkan pola perdagangan investor institusional dan investor individual. Penelitian ini mendokumentasi korelasi positif yang kuat antara perubahan kepemilikan institusional dan *return* yang diukur pada periode waktu yang sama. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa perdagangan umpan balik positif lebih banyak dilakukan oleh investor institusional daripada investor individual, atau *herding* yang dilakukan oleh investor institusional lebih mempengaruhi harga saham daripada *herding* yang dilakukan oleh investor individual.

Fakta tentang *herding* juga terlihat dari penelitian yang dilakukan oleh Klemkosky (1977), Kraus dan Stoll (1972), dan Friend *et al.* (1970) yang menganalisis saham yang memiliki ketidakseimbangan perdagangan yang terbesar di antara investasi perusahaan (terutama reksa dana) dalam setiap kuartal selama periode 1963-1972. Hasil penelitiannya memperlihatkan bahwa beberapa reksa dana akan mengikuti reksa dana lainnya yang menjadi *leader* dalam transaksi pembelian yang dilakukan. Hal tersebut ditunjukkan dari ketidakseimbangan pembelian yang besar (yaitu jumlah dolar pembelian yang melebihi jumlah dolar penjualan reksa dana).

Kraus dan Stoll (1972), mempelajari perdagangan bulanan untuk 229 reksa dana atau *bank*

*trust* selama bulan Januari 1968 sampai September 1969 untuk menentukan kecenderungan institusi tersebut melakukan *herding* pada transaksi perdagangannya. Hasilnya diperoleh hasil bahwa ketidakseimbangan dalam jumlah dolar yang sangat dramatis antara pembelian dan penjualan saham secara rata-rata, tetapi ketidakseimbangan itu muncul bukan karena pola perdagangan paralel yang dilakukan dengan tidak sengaja. Friend *et al.* (1970) melakukan penelitian klasik dan menemukan kecenderungan yang signifikan untuk kelompok-kelompok reksa dana yang mengikuti pilihan investasinya berdasarkan investasi dari reksa dana sebelumnya yang telah berhasil (yang dikenal dengan sebutan *follow-the-leader behavior* selama satu kuartal pada tahun 1968).

Di Indonesia, penelitian mengenai *herding* dilakukan oleh Rudhiningtyas (2003) yang meneliti perilaku *herding* pada keputusan pendanaan perusahaan. Dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang sudah *go public*, ada 93 perusahaan yang memenuhi kriteria. Perusahaan dikategorikan menjadi dua yaitu perusahaan *leader* dan perusahaan *follower*. Perusahaan *leader* adalah perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 pada periode bulan Februari 1997 sampai Juli 2001. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa data keuangan perusahaan dari tahun 1997 sampai tahun 2000 dan diambil dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) tahun 1999-2001, khususnya data mengenai total utang perusahaan, total aset, saldo ekuitas, nilai pasar utang jangka panjang, dan ekuitas perusahaan sebagai elemen struktur modal. Hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung berperilaku *herding* pada saat mengambil keputusan mengenai struktur modal. Simpulannya perusahaan *follower* telah melakukan tindakan yang tidak rasional dalam memutuskan struktur modalnya (Scharfestin dan Stein, 1990). Perusahaan *follower* cenderung mengabaikan hasil analisa struktur modal tahun-tahun sebelumnya dan lebih mementingkan hasil analisa struktur modal perusahaan yang tergolong *leader*. Hal tersebut diperkuat dengan hasil pengujian regresi ketiga dan keenam, yang menguji pengaruh informasi struktur modal perusahaan *follower* pada tahun-tahun sebelumnya terhadap keputusan struktur modal tahun 2000. Hasil pengujian menunjukkan bahwa informasi

masa lalu tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal tahun 2000.

Penelitian ini dimaksudkan untuk melakukan pengujian lebih lanjut temuan-temuan empiris mengenai perilaku *herding* investor dalam transaksi saham. Penelitian ini didasarkan pada penelitian Sias (2004) yang meneliti tentang perilaku *herding* pada institusi yang menerbitkan saham. Penelitian ini hampir sama dengan penelitian Sias. Perbedaan penelitian ini dengan yang dilakukan Sias (2004) adalah 1) Untuk mendeteksi adanya perilaku *herding*, penelitian ini tetap menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004); 2) Penelitian ini menggunakan data kepemilikan ekuitas saham di Indonesia; dan 3) Penggunaan variabel kinerja keuangan perusahaan untuk menguji pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham dan pengaruhnya terhadap perilaku *herding*.

Secara umum, penelitian ini dilakukan untuk menjelaskan fenomena yang terjadi dalam bidang manajemen keuangan, sehingga dapat memperluas domain ilmu akuntansi keperilaku. Sesuai dengan permasalahan yang akan diteliti, maka tujuan penelitian adalah untuk 1) Memberikan temuan empiris tentang keberadaan perilaku *herding* pada transaksi perdagangan saham di Indonesia 2) Menguji apakah perilaku *herding* berpengaruh pada *return* saham; 3) Menguji apakah kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap perilaku *herding*; 4) Menguji apakah kinerja keuangan berpengaruh pada *return* saham; dan 5) Mengetahui apakah perilaku *herding* mediasi pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham.

Investor biasanya mempertimbangkan berinvestasi pada saham berdasarkan pada kinerja keuangan masa lalu dengan melakukan analisis pada laporan keuangan. Pada umumnya investor akan memilih saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus dalam keputusan investasinya agar terhindar dari risiko rugi (Pratomo dan Nugraha, 2001). Hal tersebut didukung dengan tipe investor di Indonesia yang cenderung *risk averse* sehingga lebih memilih berinvestasi pada perusahaan yang tidak terlalu *volatile*. Xi Li (2002), menemukan bahwa analis (investor) yang mempunyai reputasi bagus lebih konservatif dalam memilih rekomendasi dalam portofolionya berdasarkan kinerja dan tidak menyimpang dari

rekomendasi portofolio analis (investor) lain yang sejenis. Kinerja keuangan perusahaan yang baik merupakan salah satu alasan yang rasional bagi investor untuk melakukan *herding*. Investor yang rasional akan berinvestasi lebih banyak pada saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus dengan mendasarkan *rational decision making*. Semakin baik kinerja keuangan suatu perusahaan maka semakin banyak investor yang melakukan *herding* pada saham perusahaan tersebut. Berdasar uraian tersebut, disusun hipotesis berikut:

**H1:** Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh pada perilaku *herding*.

Perilaku *herding* dapat terjadi karena investor mungkin menyimpulkan informasi pribadi dari perdagangan sebelumnya yang dilakukan manajer yang berpengalaman dan berdagang dengan tujuan yang sama (Bikhchandani, Hirsleifer, dan Welch, 1992). Perilaku *herding* ini berdampak pada naik turunnya harga saham. Sesuai dengan hasil penelitian Puckett dan Yan (2005), bahwa *herding* secara signifikan berpengaruh pada harga saham. Hasil penelitian menunjukkan fakta bahwa *herding* dalam frekuensi mingguan dengan menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) dan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004). Penelitian menyimpulkan bahwa *herding* dalam jangka waktu mingguan mempengaruhi efisiensi harga sekuritas secara signifikan. Penelitian juga menghasilkan fakta yang kuat dari pembalikan *return* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas penjualan dan fakta yang lemah dari *return continuations* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas pembelian. Nofsinger dan Sias (1998) membandingkan pola perdagangan investor institusional dan investor individual. Penelitian mendokumentasi korelasi positif yang kuat antara perubahan kepemilikan institusional dan *return* yang diukur pada periode waktu yang sama. Berdasarkan uraian tersebut, disusun hipotesis berikut:

**H2:** Perilaku *herding* berpengaruh pada *return* saham.

Harga saham memberikan ukuran obyektif tentang nilai investasi pada perusahaan. Oleh karena itu, harga saham memberikan indikasi perubahan harapan sebagai akibat perubahan kinerja keuangan perusahaan. Untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan digunakan rasio EPS, ROE, dan PER karena rasio tersebut mempunyai hubungan yang erat dengan

*return* saham sehingga banyak digunakan oleh investor dalam keputusan berinvestasi saham. Pada akhirnya variasi harga saham pada waktu tertentu memberikan sebuah indikasi perubahan kinerja keuangan perusahaan. Purnomo (1998), dalam penelitiannya tentang keterkaitan kinerja keuangan dengan harga saham, memberikan hasil bahwa ROE, EPS, PER, dan DPS mempunyai hubungan positif dengan harga saham, sedangkan DER cenderung tidak dapat digunakan dalam menentukan proyeksi harga saham. Kusumawardani (2000), dalam penelitiannya tentang hubungan antara kinerja keuangan dengan perubahan harga saham sebelum dan selama krisis moneter, perubahan kinerja keuangan (DER, ROE, EPS, PER, dan DPS) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Syamsul (1996) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel *profit margin*, *return on asset*, *return on equity*, *basic earning ratio*, *P/E ratio* dan *market to book ratio* terhadap perubahan harga saham perusahaan *go public* di BEI selama 1993 dan 1994 dengan hasil hanya variabel *market to book ratio* dan *return on equity* saja yang berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Berdasar uraian tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

**H3:** Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

Perusahaan yang memiliki kinerja keuangan bagus, umumnya akan diminati oleh banyak investor. Ketertarikan investor pada perusahaan yang memiliki kinerja keuangan bagus terlihat pada keputusan menjual dan membeli saham perusahaan tersebut. Hal tersebut akan merangsang investor lain untuk membeli atau menjual saham yang sama dengan saham yang dibeli atau dijual investor sebelumnya. Keputusan jual dan beli secara bersama-sama merupakan indikasi terjadinya perilaku *herding* (Sias, 2004). Perilaku investor dalam membeli atau menjual saham secara bersama-sama akan mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga *return* yang diterima investor juga akan mengalami perubahan. Dengan demikian, terdapat hubungan antara secara tidak langsung antara kinerja keuangan perusahaan dengan *return* dengan dimediasi perilaku *herding*. Berdasarkan uraian tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

**H4:** Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham dengan dimediasi oleh

perilaku *herding*.

Populasi penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan yang terdaftar di Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan Indonesia (BAPEPAM-LK). Sampel yang digunakan dalam penelitian dipilih dengan metode *purposive sampling*. Dengan metode tersebut, sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang ditentukan. Sampel dipilih atas dasar kriteria sebagai berikut: 1) Saham perusahaan terdaftar di Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan Indonesia (BAPEPAM-LK); 2) Perusahaan yang digunakan sebagai sampel adalah perusahaan yang masih tetap beroperasi dari tahun 2004 hingga 2007; 3) Institusi menerbitkan laporan keuangan kuartalan untuk periode tahun 2004 sampai dengan 2007; dan 4) Perusahaan yang digunakan sebagai sampel memiliki data saham perusahaan periode tahun 2004 sampai dengan 2007. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder.

Data sekunder dalam penelitian berasal dari dua sumber, yaitu data kepemilikan ekuitas yang berasal dari transaksi perdagangan saham yang diperoleh dari pusat informasi saham Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan Indonesia (BAPEPAM-LK), *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), dan data mengenai ukuran saham/perusahaan diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange*. Peneliti menggunakan data *return* harian dan laporan keuangan perusahaan dari tahun 2004 hingga 2007, data laporan keuangan, data rasio keuangan ROE, EPS, dan PER emiten.

Untuk setiap saham dan kuartal, investor didefinisikan sebagai *buyer* jika kepemilikan sahamnya bertambah dan jika kepemilikan sahamnya mengalami penurunan maka didefinisikan sebagai *seller*; misalnya investor yang semula memegang kepemilikan saham PT A sebesar 1% berubah menjadi 2% pada kuartal berikutnya maka akan didefinisikan sebagai *buyer*. Dalam penelitian ini, investor yang dikategorikan menjadi *leader* (perusahaan yang akan diikuti oleh investor lainnya) adalah institusi yang memiliki kepemilikan saham paling besar, misalnya pada kuartal pertama tahun 2004, saham Bank MEGA dimiliki oleh PT Para Global Investindo sebesar 64,52%, sedangkan investor yang dikategorikan sebagai *follower* adalah investor publik yang terdiri dari berbagai investor individu dan institusional.

Prosedur pengujian pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *herding* dilakukan sebagai berikut, yaitu setelah laporan keuangan perusahaan terkumpul maka dihitung kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan rasio EPS, ROE, dan PER. Sebelum dilakukan regresi, variabel kinerja perusahaan akan dikurangi agar variabel-variabel yang berkorelasi dapat diringkas menjadi komponen yang lebih sedikit dengan menggunakan analisis faktor. Dalam suatu penelitian mungkin terdapat banyak variabel yang saling berkorelasi sehingga memungkinkan pengurangan jumlah variabel penelitian. Hubungan di antara banyak variabel yang saling berkorelasi dapat diuji dan disajikan dalam sejumlah faktor yang mendasari korelasi tersebut. Analisis faktor merupakan suatu teknik interdependensi sehingga tidak ada variabel independen maupun variabel dependen dalam analisis. Oleh karena itu, analisis faktor menguji semua hubungan interdependensi yang ada dalam seluruh variabel yang diteliti. Rasio ROE, PER, dan EPS yang telah diubah menjadi komponen faktor tersebut kemudian akan diregresikan dengan perilaku *herding* dengan persamaan berikut:  $herding = \beta_0 + \beta_1 \text{kinerja keuangan perusahaan} + \varepsilon$

Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi  $\alpha < 0,05$  atau  $\alpha < 0,10$  maka variabel independen (X) yang terdiri atas EPS, ROE, dan PER (kinerja perusahaan) memiliki pengaruh terhadap perilaku *herding*.

Prosedur pengujian pengaruh perilaku *herding* terhadap *return* saham dilakukan sebagai berikut, setelah *herding* dihitung pada pengujian tersebut, maka diuji apakah keputusan jual beli saham investor *follower* yang melakukan *herding* terhadap keputusan jual beli saham investor *leader* berpengaruh terhadap *return* saham. *Return* dihitung secara harian kemudian dirata-rata setiap tahun. Persamaan regresi disusun sebagai berikut:  $Return\ Saham = \mu_0 + \mu_1 herding + \varepsilon$

Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi  $\alpha < 0,05$  atau  $\alpha < 0,10$  maka perilaku *herding* investor *follower* berpengaruh terhadap *return* saham. Prosedur pengujian pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* saham dilakukan sebagai berikut, kinerja perusahaan telah diubah menjadi komponen faktor. Pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham disusun dalam persamaan regresi sebagai

berikut:  $Return\ Saham = \mu + \mu \text{kinerja perusahaan} + \mu$  Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi  $\alpha < 0,05$  atau  $\alpha < 0,10$  maka kinerja perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

Prosedur pengujian pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap perilaku *herding* dengan kepemilikan saham sebagai variabel mediasi dilakukan sebagai berikut, pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* saham dengan perilaku *herding* sebagai variabel mediasi diuji dengan persamaan regresi sebagai berikut:  $Return\ Saham = y + y_1 \text{kinerja keuangan} + y_2 \text{perilaku herding} + \varepsilon$  Apabila kinerja keuangan berpengaruh terhadap perilaku *herding* yang dilakukan investor dan perilaku *herding* yang dilakukan investor berpengaruh terhadap *return* saham, maka artinya kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham dengan perilaku *herding* sebagai variabel mediasi. Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi  $\alpha < 0,05$  atau  $\alpha < 0,10$  maka variabel perilaku *herding* dapat menjadi mediasi hubungan antara variabel kinerja keuangan dan *return* saham.

Statistik deskriptif dilakukan dengan tujuan untuk mengenali pola sejumlah data, merangkum informasi dalam data tersebut, dan menyajikan informasi tersebut dalam bentuk yang diinginkan seperti: rata-rata, standar deviasi, maksimum, dan minimum. Semakin besar standar deviasi dan varians berarti menunjukkan data semakin bervariasi. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan metode regresi berganda karena dimaksudkan untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen dan variabel dependennya. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari tiga variabel, yaitu variabel *return* sebagai variabel dependen, variabel kinerja keuangan perusahaan sebagai variabel independen, serta variabel *herding* sebagai variabel mediasi. Oleh karena dalam penelitian ini terdapat tiga variabel yang terpisah, maka dilakukan lima pengujian yang terpisah, yaitu 1) Penelitian untuk menguji keberadaan perilaku *herding* antara variabel independen keputusan jual beli saham investor *leader* terhadap variabel dependen keputusan jual beli saham investor *follower*; 2) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen kinerja keuangan perusahaan terhadap variabel dependen *return* saham; 3) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel

independen perilaku *herding* terhadap variabel dependen *return* saham; 4) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen kinerja keuangan perusahaan terhadap variabel dependen perilaku *herding*; dan 5) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* terhadap *return* saham. Untuk mengetahui kelayakan data, maka sebelum digunakan dalam regresi berganda dilakukan terlebih dahulu pengujian asumsi klasik, meliputi asumsi heteroskedastisitas, autokorelasi, multikolinearitas, dan normalitas.

### HASIL PENELITIAN

Penelitian ini didasarkan pada data yang tersedia di BEI periode 2004, 2005, 2006, dan 2007. Berdasarkan pemilihan sampel yang dilakukan dengan *purposive*

*sampling*, diperoleh sampel sebanyak 55 perusahaan dari berbagai jenis bidang usaha yang akan dimasukkan dalam analisis. Di antara 55 sampel tersebut, terdapat 31 perusahaan yang tidak memenuhi kriteria. Hal ini disebabkan karena laporan keuangan kuartalan tidak lengkap, tidak terdapat data *return*, atau data kinerja keuangan tidak terdapat di *Indonesia Capital Market Index*. Tiga puluh satu perusahaan ini kemudian dikeluarkan dari analisis sehingga jumlah sampel yang dianalisis menjadi 24 perusahaan. Data akhir yang diperoleh merupakan data awal yang dikurangi dengan data yang tidak lengkap dan *outliers*. Setelah mengurangi data yang tidak lengkap dan *outliers*, maka diperoleh data akhir masing-masing sebanyak 20 perusahaan untuk menguji hipotesis. Setiap perusahaan terdiri dari empat observasi, yaitu data perusahaan tahun 2004-2007 sehingga sampel yang digunakan berjumlah 80 unit.

**Tabel 1**  
**Data Perolehan Sampel**

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan Triwulanan di BEI	90
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan triwulanan dari tahun 2004-2007	55
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2004-2007, tersedia data <i>return</i> perusahaan, dan data ROE, PER, dan EPS tahun 2004-2007	24
Sampel yang telah dikurangi <i>outlier</i>	20

**Sumber:** Hasil penelitian.

**Tabel 2**  
**Hasil Pengujian Hipotesis Pertama**

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	
		B	Std. Error	Beta	t
1	(Constant)	.055	.137		.403
	Kinerja	.192	.108	.198	1.779

a. *Dependent Variable:* Herd

**Sumber:** Hasil penelitian, data diolah.



Pengujian hipotesis pertama (Tabel 2) dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *herding* dengan kinerja keuangan perusahaan sebagai variabel independen. Hasil uji t hipotesis pertama menunjukkan variabel kinerja keuangan perusahaan mempunyai nilai t-hitung yang tingkat signifikansinya kurang dari 0,10. Nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,779 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada  $\alpha$  10%, menunjukkan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap perilaku *herding* investor dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,10.

Pengujian hipotesis kedua (Tabel 3) dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *return* saham dengan variabel independen perilaku *herding*. Variabel *herding* mempunyai nilai t-hitung yang tingkat signifikansinya kurang dari 0,10. Nilai t hitung *herding*

adalah 1,778 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada  $\alpha$  10%, menunjukkan bahwa *herding* yang dilakukan investor *follower* berpengaruh positif pada *return* saham dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,10.

Pengujian hipotesis ketiga (Tabel 4) dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *return* saham dengan variabel independen kinerja keuangan perusahaan. Variabel kinerja keuangan perusahaan mempunyai nilai t-hitung yang tingkat signifikansinya sama dengan 0,05. Untuk nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,995 lebih besar dari t tabel sebesar 1,960 pada  $\alpha$  5%, menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif pada *return* saham perusahaan tersebut.

**Tabel 3**  
**Hasil Pengujian Hipotesis Kedua**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	.002261	.000196			11.509	.000
Herd	.000323	.000181	.198425		1.788	.078

a. Dependent Variable: Return

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.

**Tabel 4**  
**Hasil Pengujian Hipotesis Ketiga**

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	.0023	.000198			11.677	.000
Kinerja	.000486	.000244	.220		1.995	.050

a. Dependent Variable: Return

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.



Uji F (Tabel 5) dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen dalam model mempengaruhi secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Pengujian hipotesis keempat dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *return* dengan kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* sebagai variabel independen. Variabel kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* mempunyai nilai F-hitung yang tingkat signifikansinya kurang dari 0,05. Nilai F hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 4,671 lebih besar dari F tabel sebesar 1,96 pada *alpha* 5%, menunjukkan bahwa kinerja keuangan dan perilaku *herding* berpengaruh positif terhadap perilaku *return* saham dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,05. Hasil uji asumsi klasik secara keseluruhan ditunjukkan pada Tabel 6. Berdasarkan Tabel 6 dapat disimpulkan bahwa Uji Asumsi Multikolinearitas, Heteroskedastisitas, dan Autokorelasi dari seluruh hipotesis memenuhi persyaratan Uji Asumsi Klasik, sedangkan pada Uji Asumsi Normalitas hanya sebagian saja yang memenuhi persyaratan Uji Asumsi Klasik. Ketidaknormalan data yang terjadi pada pengujian hipotesis empat yang mungkin disebabkan karena variabel yang dibandingkan mempunyai ukuran yang berbeda.

## PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil analisis regresi (Tabel 2), diperoleh persamaan regresi untuk penelitian ini sebagai berikut:  $Herd = 0,055 + 0,192 \text{ Kinerja} + a$ . Koefisien regresi kinerja menunjukkan nilai sebesar 0.192. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini mengindikasikan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang tinggi akan direspons investor *follower* dengan melakukan *herding* investasi saham pada perusahaan tersebut. Pada umumnya investor akan memilih saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus dalam keputusan investasinya (Pratomo dan Nugraha, 2001) agar terhindar dari risiko rugi. Hasil hipotesis ini mendukung penelitian Xi Li (2002), yang menemukan bahwa analis (investor) yang mempunyai reputasi bagus lebih konservatif dalam memilih rekomendasi dalam portofolionya berdasarkan kinerja dan tidak menyimpang dari rekomendasi portofolio analis (investor) lain yang sejenis. Dalam hal ini, investor akan melakukan *herding* berdasarkan pertimbangan investor lain yang sejenis dengan melihat aspek kinerja keuangan perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis regresi (Tabel 3), diperoleh persamaan regresi untuk penelitian ini

**Tabel 5**  
**Hasil Pengujian Hipotesis Keempat**

Model	Coefficients <sup>a</sup>				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	F	Sig.
1 (Constant)	0.00232	0.000195		11.89817	4.02E-19
Herd	0.00032	0.000178	0.196	1.80197	0.075463
Kinerja	0.000482	0.000241	0.218	2.005165	0.04846

a. *Dependent Variable: Return*

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.

**Tabel 6**  
**Rangkuman Uji Asumsi Klasik**

Uji Asumsi Klasik	Indikator	RAW1	RAW2 Kinerja	Return Hera	Return Kinerja	Herd
Multikolinearitas	VIF	1,000	1,000	1,000		1,000
Heteroskedastisitas	White	0,873	0,143	0,295		0,66
Autokorelasi	D-W	1,994	1,500	1,500		1,500
Normalitas	K-S	0,13	0,10	0,215		0,000

**Sumber:** Hasil penelitian, data diolah.

sebagai berikut:  $Return\ Saham = 0,002261 + 0,000323\ herding + \hat{a}$ . Koefisien regresi *herding* menunjukkan nilai sebesar 0,000323. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini mengindikasikan investor *follower* yang melakukan *herding* aksi menjual saham dapat menyebabkan *return* mengalami penurunan. Sebaliknya, apabila investor *follower* yang melakukan *herding* aksi membeli saham dapat menyebabkan *return* mengalami kenaikan. Hasil pada pengujian hipotesis 2 mendukung penelitian yang dilakukan oleh Nofsinger dan Sias (1998) serta Puckett dan Yan (2007). Nofsinger dan Sias (1998) membandingkan pola perdagangan investor institusional dan investor individual. Penelitian ini mendokumentasi korelasi positif yang kuat antara perubahan kepemilikan institusional dan *return* yang diukur pada periode waktu yang sama. Puckett dan Yan (2007) yang melakukan penelitian dengan menggunakan perdagangan dari 776 investor institusional dari tahun 1999 sampai tahun 2004.

Penelitiannya menjelaskan keberadaan *herding* institusional jangka pendek dan pengaruh *herding* tersebut terhadap harga saham. Hasil penelitian tersebut menemukan fakta *herding* dalam frekuensi mingguan dengan menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) dan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004). Penelitian menyimpulkan bahwa *herding* dalam jangka waktu mingguan mempengaruhi efisiensi harga sekuritas secara signifikan. Penelitian ini juga menghasilkan fakta yang kuat dari pembalikan *return* (*return reversals*) dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas penjualan, dan fakta yang lemah dari *return continuations* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas pembelian.

Berdasarkan hasil analisis regresi (Tabel 4), diperoleh persamaan regresi penelitian ini sebagai berikut:  $Return\ Saham = 0,0023 + 0,000486\ kinerja perusahaan + \hat{a}$ . Koefisien regresi kinerja menunjukkan nilai sebesar 0,000486. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini berarti jika kinerja keuangan perusahaan mengalami peningkatan maka harga saham perusahaan tersebut juga mengalami kenaikan sehingga *return* yang diterima investor juga mengalami kenaikan. Sebaliknya, jika kinerja keuangan perusahaan mengalami penurunan maka harga saham perusahaan juga akan mengalami penurunan sehingga *return* yang diterima investor juga mengalami penurunan. Dengan demikian, hipotesis kedua yang menguji tentang pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* saham perusahaan terbukti.

Hasil pada pengujian hipotesis 3 mendukung penelitian yang dilakukan oleh Purnomo (1998), dalam penelitiannya tentang keterkaitan kinerja keuangan dengan harga saham. Hasilnya adalah ROE, EPS, PER, dan DPS mempunyai hubungan positif dengan harga saham, sedangkan DER cenderung tidak dapat digunakan dalam menentukan proyeksi harga saham. Kusumawardani (2000), dalam penelitiannya tentang hubungan antara kinerja keuangan dengan perubahan harga saham sebelum dan selama krisis moneter. Perubahan kinerja keuangan (ROE, EPS, PER, DER, dan DPS) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Syamsul (1996) juga melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel *profit margin*, *return on asset*, *return on equity*, *basic earning ratio*, *P/E ratio* dan *market to book ratio* terhadap perubahan harga saham perusahaan *go public* di BEI selama 1993 dan 1994. Hasilnya menunjukkan bahwa hanya variabel

*market to book ratio* saja yang berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham.

Berdasarkan Tabel 5, tampak koefisien regresi *herding* sebesar 0,000323 dan koefisien regresi kinerja menunjukkan nilai sebesar 0,000482. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini mengindikasikan bahwa kinerja dan *herding* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Sesuai dengan hipotesis keempat, jika kinerja keuangan perusahaan baik maka investor akan tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Hal tersebut mendorong investor-investor lain untuk berinvestasi pada saham yang sama. Perilaku investor dalam membeli atau menjual saham secara bersama-

sama akan mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga harga saham mengalami kenaikan dan *return* yang diterima investor juga akan mengalami perubahan. Dengan demikian, variabel *herding* mampu menjadi variabel mediasi hubungan antara kinerja perusahaan dan *return* saham. Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut, maka diperoleh persamaan regresi untuk penelitian ini sebagai berikut:  $Return = 0,00232 + 0,000482 \text{ kinerja} + 0,00032 \text{ herd} + \epsilon$

Setelah membahas hasil pengujian hipotesis, berikut (Tabel 7) disajikan hasil regresi antarvariabel yang telah digabungkan ke dalam model penelitian.

**Tabel 7**  
**Rangkuman Hasil Penelitian**

Hipotesis	Alat Uji	Hasil Analisis Data	Simpulan
H1: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh pada perilaku <i>herding</i> .	Regresi	Nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,779 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada <i>alpha</i> 10% dan memiliki signifikansi 0,079	H1 diterima. Kinerja Keuangan perusahaan berpengaruh positif terhadap perilaku <i>herding</i> investor.
H2: Perilaku <i>herding</i> berpengaruh pada <i>return</i> saham.	Regresi	Nilai t hitung <i>herding</i> adalah 1,778 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada <i>alpha</i> 10% dan memiliki signifikansi 0,078	H2 diterima. <i>Herding</i> yang dilakukan investor <i>follower</i> berpengaruh positif pada <i>return</i> saham.
H3: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap <i>return</i> saham.	Regresi	Nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,995 lebih besar dari t tabel sebesar 1,96 pada <i>alpha</i> 5% dan Memiliki signifikansi 0,050	H3 diterima. Kinerja Keuangan perusahaan berpengaruh positif pada <i>return</i> saham perusahaan tersebut.
H4: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap <i>return</i> saham dengan dimediasi oleh Perilaku <i>herding</i> .	Regresi	Nilai F hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 4,671 dan signifikan pada 0,30	H4 diterima. Kinerja Keuangan dan perilaku <i>herding</i> berpengaruh positif terhadap perilaku <i>return</i> saham sehingga perilaku <i>herding</i> dapat dijadikan sebagai variabel mediasi.

## SIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN PENELITIAN, DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan sebelumnya, maka ada beberapa simpulan yang dapat ditarik, yaitu: 1) Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif pada perilaku *herding* investor. Hal tersebut ditunjukkan dengan koefisien regresi kinerja yang positif signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa investor cenderung melakukan *herding* posisi beli pada perusahaan yang mempunyai kinerja keuangan baik. Penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis keempat bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh pada perilaku *herding* investor; 2) Hasil analisis regresi yang menguji pengaruh perilaku *herding* terhadap *return* saham menunjukkan koefisien regresi yang positif signifikan. Hasil ini mengindikasikan semakin banyak investor melakukan *herding*, maka akan mengakibatkan *return* saham mengalami kenaikan atau penurunan, tergantung pada *herding* pada posisi beli atau posisi jual. Penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis ketiga bahwa perilaku *herding* investor berpengaruh terhadap *return* saham; 3) Hasil analisis regresi yang menguji pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* menunjukkan koefisien regresi yang positif signifikan. Hasil ini mengindikasikan semakin baik kinerja keuangan perusahaan maka *return* perusahaan tersebut juga mengalami kenaikan. Penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis kedua bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham; dan 4) Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hal tersebut ditunjukkan dengan koefisien regresi yang positif signifikan. Hal ini menandakan jika kinerja keuangan perusahaan baik maka investor akan tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Hal tersebut mendorong investor-investor lain untuk berinvestasi pada saham yang sama. Perilaku investor dalam membeli atau menjual saham secara bersama-sama akan mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga harga saham mengalami kenaikan dan *return*

yang diterima investor juga akan mengalami perubahan.

### Implikasi Hasil Penelitian

Implikasi hasil penelitian ini memberikan kontribusi yang penting bagi perusahaan dan investor. Adanya perilaku *herding* yang dilakukan manajer-manajer di Indonesia maupun di negara lain memerlukan pertimbangan dan kecermatan investor dan perusahaan. Akan tetapi dalam praktiknya, pola pengambilan keputusan dipengaruhi oleh aspek psikologi para pengambil keputusan, yang dapat membentuk perilaku tertentu. Perilaku yang ditimbulkan dapat positif dan negatif.

Perilaku positif terjadi apabila dalam mengambil keputusan, investor benar-benar berperan sebagai *in-formations filter* (investor benar-benar bersikap rasional), sehingga dalam mengambil keputusan untuk bersaing dengan perusahaan lain, sebaiknya tidak hanya mempertimbangkan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor lain melainkan harus ada pertimbangan rasional dalam melakukan *herding*. Pertimbangan rasional tersebut adalah dengan melihat kinerja keuangan perusahaan dan *return* perusahaan tahun-tahun sebelumnya. Nilai saham mencerminkan nilai perusahaan. Perusahaan yang berkembang berarti sahamnya bernilai tinggi dan sebaliknya. Dua hal tersebut dapat menjadi input bagi investor baik institusional maupun individu untuk pengambilan keputusan investasi, sedangkan perilaku negatif dapat terjadi apabila informasi yang didapat investor tersebut diabaikan, sehingga keputusan investasi yang diambil tidak memiliki dasar yang kuat dan hanya sekedar meniru keputusan investor lain. Oleh karena itu, investor perlu mempertimbangkan keputusannya untuk berinvestasi dalam suatu perusahaan agar mengurangi risiko dan ketidakpastian. Investor perlu mengetahui perilaku manajer dan kinerja perusahaan karena saat kondisi buruk manajer ingin terlihat bahwa kinerjanya bagus.

### Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan yang kemungkinan dapat mempengaruhi hasil penelitian. Oleh karena itu, masih perlu dikembangkan lagi pada penelitian berikutnya. Adapun keterbatasan penelitian ini adalah 1) Penelitian ini ditujukan untuk mengetahui

apakah terdapat perilaku *herding* pada investasi saham di Indonesia pada saat mengambil keputusan investasi. Perilaku tersebut ditunjukkan dengan adanya nilai *herding* yang dihasilkan dari ukuran yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004); 2) Pengukuran kinerja keuangan perusahaan menggunakan tiga ukuran saja yaitu ROE, PER, dan EPS; 3) Investor institusional yang berinvestasi pada saham yang *listing* di BEI biasanya kurang dari lima investor institusional sehingga pengujian perilaku *herding* investor menjadi sangat terbatas; 4) Sampel yang digunakan sangat terbatas karena mendasarkan pada perusahaan yang mengeluarkan laporan triwulanan, sedangkan perusahaan yang mengeluarkan laporan triwulanan di BEI hanya 90 perusahaan dan hanya 20 perusahaan dengan empat observasi yang memenuhi kriteria pengambilan sampel.

#### Saran

Terdapat beberapa saran penelitian bagi penelitian selanjutnya. Hal-hal yang dapat dikembangkan dan diperbaiki dari penelitian ini adalah 1) Penelitian *herding* pada saham masih sangat jarang dengan sedikitnya temuan-temuan empiris tentang perilaku *herding*, maka replikasi penelitian ini dengan inovasi-inovasi penelitiannya sangat penting untuk dilakukan, terutama untuk mendapatkan kepastian tentang perilaku *herding* berdasarkan reputasi; 2) Pengujian perilaku *herding* dilakukan dengan menambahkan ukuran lain, misalnya ukuran *herding* lain seperti Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1992), sehingga kedua ukuran *herding* tersebut (LSV, 1992 dan Sias, 2004) dapat dibandingkan; 3) Penelitian selanjutnya sebaiknya menambah jumlah sampel dengan memasukkan perusahaan lain dari berbagai jenis industri dengan menggunakan sumber lain yang lebih lengkap; 4) Variabel kinerja keuangan perusahaan yang digunakan dapat ditambah dengan rasio-rasio lain (selain ROE, PER, dan EPS) sehingga dapat lebih mewakili kinerja keuangan itu sendiri.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Algifari. 2007. *Analisis Statistik untuk Bisnis*. BPFE. Yogyakarta.
- Amilia dan Kristijadi. 2003. "Peran Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Kondisi Distress" *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 19, No.4: 323-340.
- Banerjee, A. 1992. "A Simple Model of Herd Behavior." *Quarterly Journal of Economics*. 107: 797-817.
- Blake, Christopher R; dan Morey, Matthew R 2000. "Morningstar Ratings and Mutual Fund Performance." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, No. 3.
- Brown, Stephen J; dan Goetzmann, William N. 1995. "Performance Persistence." *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 2.
- Brown, Nerissa C.; Kelsey D; Wei; dan Wermers, Russ. 2007. "Analyst Recommendations, Mutual Fund *Herding*, and Overreaction in Stock Prices." *Published working paper*. University of Maryland.
- Carhart, Mark M. 1997. "On Persistence in Mutual Fund Performance." *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1.
- Choi, Nichole; Sias, Richard W. 2008. "Institutional Industry *Herding*." *The Review of Financial Studies*. Vol.17: 165-206.
- Daniel, Kent; Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; dan Wermers, Russ. 1997. "Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-based Benchmarks." *Journal of Finance*. Vol. 52: 1035-1058.
- Elton, Edwin J; Gruber, Martin J; Blake, Christoper. 1995. "The Persistence of Risk-adjusted Mutual Fund Performance." *Working Paper Series*. New York University.

- Graham, John R. 1999. "Herding Among Investment Newsletters: Theory and Evidence." *Journal of Finance*. Forthcoming.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan. 1988. "Mutual Fund Performance: An Analysis of Monthly Returns." *Published working paper*. University of California, Los Angeles.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan. 1989. "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings." *Journal of Business*. Vol. 62: 394-415.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan. 1992. "The Persistence of Mutual Fund Performance." *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5.
- Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; dan Wermers, Russ. 1995. "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior." *American Economic Review*. Vol. 85: 1088-1105.
- Hanafi, Mamduh, M. 2003. "Herding Between Institutional and Individual Investor: The Japanese Case." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 18, No.4: 323-340.
- Jagric *et al.* 2007. "Risk Adjusted Performance of Mutual Funds: Some Test." *South-Eastern Europe Journal of Economics* 2: 233-244.
- Klemkosky, Robert C. 1977. "The Impact and Efficiency of Institutional Net Trading Imbalances." *Journal of Finance*. Vol 32, 79-86.
- Kothari, S. P; dan Warner, Jerold B. 2001. "Evaluating Mutual Fund Performance." *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 5
- Kraus, Alan; dan Stoll, Hans R. 1972. "Parallel Trading by Institutional Investors." *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*. Vol. 7: 2107-2138.
- Kusumawardhani, A. 2000. "Hubungan Kinerja Keuangan dengan Perubahan Harga Saham Sebelum dan Selama Krisis Moneter". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*.
- Lakonishok, Josef; Shleifer, Andrei; Thaler, Richard; dan Vishny, Robert W. 1991. "Window Dressing by Pension Fund Managers." *American Economic Review*. 81: 227-231.
- Lakonishok, Josef; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert W. 1992. "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices." *Journal of Financial Economics*. 32: 23-44.
- Li, Xi. 2002. "Performance, Herding, and Career Concerns of Individual Financial Analysts". *Journal of Financial Economics*.
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earning Changes in Indonesia. *Kelola* No. 7.
- Nimas *et al.* 1998. "Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Harga Saham pada Perusahaan Go Public di BEJ". *Jurnal Ekonomi Keuangan*.
- Nofsinger, John R. dan Sias Richard W. 1998. "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors." *Published working paper*. Washington State University.
- Oehler, A., Chao dan George G.C. 2000. "Institutional Herding in Bond Markets." *Published working paper*. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Puckett, A. dan Yan, X.S. 2007. "The Impact of Short-term Institutional Herding." *Published working paper*. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Purnomo, Y. 1998. "Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham (Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ (1992-1996). *Manajemen Usahawan Indonesia*. No. 12: 33-38.



- Rudiningtyas, Dyah, A. 2003. "Perilaku *Herding* Pada Keputusan Struktur Modal Perusahaan." *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi*. Vol.2, No.1.
- Scharfstein, David S. dan Jeremy C. Stein. 1990. "Herd Behavior and Investment." *American Economic Review*. 80: 465-479.
- Sias, Richard, W. 2004. "Institutional *Herding*." *The Review of Financial Studies*. 17: 165-206.
- Trueman, Brett. 1994.. "Analyst Forecasts and *Herding* Behavior." *The Review of Financial Studies*. 7: 97-124.
- Wermers, Russ. 1999. "Mutual Fund *Herding* and the Impact on Stock Prices." *Journal of Finance*. 54: 581-622.

## UTANG DAN DIVERGENSI HAK KONTROL DARI HAK ALIRAN KAS

**Baldrice Siregar**

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta  
Jalan Seturan Yogyakarta 55281  
Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155  
E-mail: siregar@accountant.com

### ABSTRACT

This paper examines the leverage of firms with agency problems associated with the divergence in the controlling shareholders' control and cash-flow rights. Previous studies suggest that, when control rights separated from cash flow rights, debt can serve as a mechanism allowing controlling shareholders to exploit minority shareholders. Based on the collected sample of listed firms traded in the Indonesia Stock Exchanges, the paper examines the issue. In this study, be found that firms with higher divergence in control and cash-flow rights use significantly more debt financing. Moreover, controlling shareholders who have the divergence and participate in management as well tend to use more leverage to expropriate other shareholders.

**Keywords:** expropriation, leverage, controlling shareholder, ultimate ownership, immediate ownership, cash flow rights, control rights, cash flow right leverage

### PENDAHULUAN

Teori keagenan awal, misalnya yang dikembangkan oleh Berle dan Means (1932), didasarkan pada asumsi bahwa kepemilikan perusahaan publik tersebar. Pada perusahaan dengan kepemilikan tersebar, kontrol berada di tangan manajer. Pemegang saham, secara individual, tidak mampu secara efektif mengendalikan manajer. Masalah keagenan dalam kondisi kepemilikan

tersebar ini adalah konflik antara pemegang saham dengan manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Akan tetapi, fenomena kepemilikan tersebar tidak terdapat di semua negara. Di hampir semua negara di dunia terdapat fenomena kepemilikan terkonsentrasi di tangan pemegang saham pengendali (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000a; Faccio dan Lang, 2002. Lebih lanjut lagi, konsentrasi kepemilikan ini tidak dilakukan melalui kepemilikan langsung melainkan melalui kepemilikan piramida. Kepemilikan piramida adalah kepemilikan terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain. Dalam kepemilikan piramida terdapat lapisan-lapisan kepemilikan sehingga sulit mengidentifikasi siapa sesungguhnya pemilik paling akhir sebuah perusahaan.

Pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, apalagi konsentrasi kepemilikan yang dilakukan secara tidak langsung, terdapat pemegang saham besar yang mampu mengendalikan perusahaan. Pemegang saham besar ini disebut pemegang saham pengendali karena mampu mengendalikan kebijakan pokok dan aktivitas operasi perusahaan. Bahkan manajer perusahaan merupakan bagian dari pemegang saham pengendali itu sendiri. Pemegang saham pengendali dapat mengendalikan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi dan mengorbankan kepentingan pemegang saham non-pengendali. Oleh karena itu, konflik keagenan pokok dalam kepemilikan terkonsentrasi adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non-pengendali. Konflik ini muncul karena adanya potensi pemegang saham pengendali untuk

mendapatkan manfaat privat melalui ekspropriasi.<sup>1</sup>

Pemegang saham pengendali yang mengendalikan perusahaan melalui kepemilikan piramida, memiliki hak kontrol yang mungkin tidak sama dengan hak aliran kas.<sup>2</sup> Divergensi ini muncul karena pemegang saham pengendali memiliki perusahaan melalui perusahaan lain sehingga kepemilikannya terhadap suatu perusahaan semakin kecil dengan berlapis-lapisnya kepemilikan sementara kemampuannya mengendalikan perusahaan tetap besar karena diwakili oleh orang yang sama atau bagian dari keluarga. Hak aliran kas menggambarkan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk mengendalikan perusahaan dengan baik. Sebaliknya, hak kontrol menggambarkan potensi bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Penelitian ini bermaksud untuk mengkaji sejauh mana implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

#### MATERI DAN METODE PENELITIAN

Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas adalah perkalian persentase kepemilikan pemegang saham dalam setiap jalur kepemilikan. Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak kontrol adalah kepemilikan minimum pemegang saham dalam setiap jalur kepemilikan. Dalam kepemilikan piramida, kedua hak ini dapat berbeda dan perbedaan tersebut dinamai *leverage* hak aliran kas. Apabila terdapat *leverage* hak aliran kas, pemegang saham pengendali dapat mengendalikan sebuah perusahaan lebih besar dari kepemilikannya terhadap perusahaan tersebut.

Sebagai ilustrasi, Bambang adalah pemilik PT A sebesar 50%. Selanjutnya PT A memiliki PT B sebesar 40%. Kemudian PT B memiliki PT C sebanyak 30%. Hak aliran kas Bambang adalah 50% di PT A, 20% (50%

x 40%) di PT B, 6% (50% x 40% x 30%) di PT C. Hak kontrol Bambang adalah 50% di PT A, 40% (minimum antara 50% dan 40%) di PT B, 30% (minimum antara 50%, 40%, dan 30%) di PT C. Kepemilikan Bambang di PT C adalah 6% (dicerminkan oleh hak aliran kas), sementara kemampuan Bambang mengendalikan PT C adalah 30% (dicerminkan oleh hak kontrol). Divergensi hak kontrol dari hak aliran kas sebesar 24% (30% - 6%) menggambarkan *leverage* hak aliran kas. Semakin besar divergensi ini, maka semakin besar potensi pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi untuk mendapatkan manfaat privat. Manfaat privat ini diperoleh oleh pemegang saham pengendali sepenuhnya sementara dampak negatif dari ekspropriasi tersebut hanya ditanggung sebesar kepemilikannya.

Implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang dilakukan oleh berbagai studi, misalnya Faccio *et al.* (2003), Boubaker (2003), Bunkanwanicha *et al.*, (2003), Yeh (2003), Harvey *et al.* (2004), serta Du dan Dai (2005). Pada dasarnya ada dua argumen tentang implikasi konsentrasi kepemilikan terhadap utang perusahaan. Argumen pertama adalah bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak pada semakin kecilnya utang perusahaan. Apabila kepemilikan terkonsentrasi, perusahaan semakin tidak mengandalkan utang karena takut risiko kebangkrutan sehingga pendanaan melalui utang bukanlah pilihan utama. Ketakutan ini muncul karena apabila risiko kebangkrutan menjadi nyata, maka pemegang saham pengendali merupakan pihak yang paling merasakan dampak buruk kebangkrutan tersebut. Temuan Du dan Dai (2005) sejalan dengan argumen ini, yaitu pemegang saham pengendali berusaha mengendalikan perusahaan agar utang tidak terlalu besar untuk menghindari risiko kebangkrutan. Argumen ini sejalan dengan konsentrasi kepemilikan apabila konsentrasi yang ada di tangan pemegang saham pengendali adalah konsentrasi hak aliran kas.

Argumen kedua adalah bahwa konsentrasi kepemilikan berimplikasi pada utang perusahaan yang

<sup>1</sup> Ekspropriasi (*expropriation*) adalah proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b).

<sup>2</sup> Hak aliran kas (*cash flow right*) adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan. Hak kontrol (*control right*) adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan perusahaan. Deviasi hak aliran kas dari hak kontrol dinamai *cash flow right leverage* (La Porta *et al.*, 1999).

besar. Apabila konsentrasi kepemilikan ada di tangan pemegang saham pengendali, maka pemegang saham pengendali tertarik untuk melakukan pendanaan melalui utang untuk mempertahankan kontrolnya di perusahaan. Kontrol dapat digunakan untuk memperoleh manfaat privat melalui ekspropriasi. Karena kontrol menghasilkan manfaat privat, pemegang saham pengendali tertarik untuk mempertahankan kontrol yang dimilikinya. Dengan pendanaan melalui utang, kontrol pemegang saham pengendali tidak akan terdilusi. Pemegang saham pengendali dapat mempertahankan kontrol sementara pendanaan perusahaan tetap terpenuhi. Motivasi pemegang saham pengendali untuk tetap mempertahankan kontrol semakin tinggi apabila semakin besar deviasi antara hak kontrol dari hak aliran kas. Sejalan dengan pernyataan Faccio *et al.* (2003), argumen ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali menggunakan utang sebagai mekanisme untuk melakukan ekspropriasi. Argumen mempertahankan kontrol melalui pendanaan utang juga konsisten dengan pernyataan Shleifer dan Vishny (1997), Harvey *et al.* (2004), serta Du dan Dai (2005).

Faccio *et al.* (2003) menguji divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang dengan menggunakan data kepemilikan perusahaan Eropa dan Asia. Faccio *et al.* (2003) berargumen bahwa peran utang dalam tata kelola perusahaan tergantung pada struktur kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan. Apabila kepemilikan perusahaan tersebar, utang membatasi ekspropriasi. Sebaliknya, apabila kepemilikan perusahaan terkonsentrasi, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Pada saat kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham pengendali mampu secara efektif mempengaruhi kebijakan perusahaan, salah satunya kebijakan pendanaan.

Faccio *et al.* (2003) mengkaji kemungkinan terjadinya ekspropriasi berdasarkan dua isu, yaitu apakah utang membatasi atau memfasilitasi ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali serta apakah keputusan utang didominasi oleh pemegang saham pengendali atau pemasok dana eksternal. Isu pertama terkait dengan pengkajian pertama terkait dengan sejauh mana implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap kebijakan utang perusahaan. Pada isu ini, pengkajian dilakukan pada kondisi apa perusahaan memiliki utang lebih besar. Isu kedua terkait

dengan efektivitas institusi pasar modal. Karakteristik pasar modal yang efektif adalah adanya transparansi dan perlindungan hukum terhadap pemegang saham dan investor. Apabila transparansi tinggi, misalnya rantai kepemilikan dan pemegang saham pengendali dapat diidentifikasi dengan baik, maka pelaku pasar dapat mengantisipasi potensi risiko ekspropriasi yang terjadi. Lebih lanjut, apabila perlindungan hukum baik, pemegang saham non-pengendali dan kreditor lebih waspada dan mampu menekan pemegang saham pengendali untuk tidak melakukan ekspropriasi.

Bukti empiris yang ditemukan oleh Faccio *et al.* (2003) adalah divergensi hak kontrol dari hak aliran kas merupakan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi melalui utang. Afiliasi perusahaan terhadap grup bisnis berimplikasi pada pendanaan utang yang besar. Selain itu, semakin tidak efektif pasar modal semakin besar kemungkinan ekspropriasi. Divergensi hak kontrol dari hak aliran kas berimplikasi pada ekspropriasi. Ketidakefektifan pasar modal juga berimplikasi pada terjadinya ekspropriasi. Faccio *et al.* (2003) menyimpulkan bahwa, baik di Eropa maupun di Asia, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi.

Pada studi Harvey *et al.* (2004) diformulasi masalah keagenan yang ekstrim yang ditunjukkan oleh besarnya divergensi hak kontrol dari hak aliran kas. Semakin besar divergensi hak kontrol dari hak aliran kas maka semakin ekstrim masalah keagenan, sebaliknya semakin kecil divergensi hak kontrol dari hak aliran kas semakin tidak ekstrim masalah keagenan. Harvey *et al.* (2004) mencoba mengkaji apakah utang merupakan mekanisme tata kelola dalam perusahaan yang memiliki masalah keagenan ekstrim. Harvey *et al.* (2004) sengaja menggunakan sampel perusahaan di negara berkembang karena konteks kepemilikan di negara berkembang cocok dijadikan untuk mencari jawaban tentang kemungkinan ekspropriasi melalui utang. Studi Harvey *et al.* (2004) membuktikan bahwa utang dapat memitigasi penurunan nilai perusahaan karena adanya divergensi hak kontrol dari hak aliran kas. Hal ini ditunjukkan dengan terdapatnya hubungan positif antara utang dengan nilai perusahaan. Ekspropriasi melalui utang berdampak bagi nilai perusahaan.

Konsentrasi kepemilikan pada perusahaan di Amerika Serikat sangat kecil. Karena konsentrasi

kepemilikan rendah, maka penelitian tentang divergensi hak kontrol dari hak aliran kas dengan menggunakan data Amerika Serikat tidak dapat dilakukan karena selisih antara kedua hak relatif tidak ada. Fenomena konsentrasi kepemilikan di Asia menjadi daya tarik tersendiri bagi Du dan Dai (2005) untuk menguji tentang implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang. Ketertarikan ini juga muncul karena fenomena penyimpangan dari ungkapan “satu saham satu suara” yang terjadi karena hak kontrol melebihi hak aliran kas.

Du dan Dai (2005) menguji implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap kebijakan utang perusahaan. Du dan Dai (2005) berargumen bahwa implikasi konsentrasi kepemilikan terhadap utang tergantung pada motif pemegang saham pengendali. Apabila motif pemegang saham pengendali adalah motif non-dilusi, kebijakan utang bertujuan untuk mempertahankan hak kontrol pemegang saham pengendali dalam perusahaan. Perusahaan akan mencari dana dari utang untuk agar kontrol pemegang saham pengendali dapat dipertahankan. Motif non-dilusi muncul pada saat konsentrasi yang terjadi adalah konsentrasi hak kontrol dan terjadi divergensi antara hak kontrol dari hak aliran kas. Apabila motif pemegang saham pengendali adalah motif menghindari risiko kebangkrutan, maka utang bukan sumber pendanaan andalan. Dengan motif ini, pemegang saham pengendali tidak tertarik untuk membuat utang perusahaan tinggi karena hal ini berdampak pada semakin tingginya risiko kebangkrutan. Motif menghindari risiko kebangkrutan ini muncul ketika konsentrasi hak aliran kas. Bukti empiris yang ditemukan oleh Du dan Dai (2005) adalah utang lebih kecil apabila terjadi konsentrasi hak aliran kas dan utang lebih besar apabila terdapat divergensi antara hak kontrol dari hak aliran kas.

Hak yang terkonsentrasi di tangan pemegang saham pengendali dapat merupakan hak aliran kas. Semakin besar utang, semakin besar kemungkinan perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan. Pemegang saham pengendali adalah pihak yang paling merasakan dampak keuangan apabila risiko kebangkrutan tersebut terjadi, proporsional dengan hak aliran kasnya. Oleh karena itu, semakin besar hak aliran kas, semakin besar usaha pemegang saham pengendali untuk menghadapi kemungkinan terjadinya risiko kebangkrutan karena bertambahnya utang. Akan tetapi,

hak kontrol menunjukkan besarnya insentif pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat. Karena hak kontrol menghasilkan manfaat privat, pemegang saham pengendali termotivasi untuk mempertahankan (non-dilusi) hak kontrolnya. Utang merupakan sarana agar hak kontrol pemegang saham pengendali tidak terdilusi. Divergensi hak kontrol dari hak aliran kas menunjukkan terjadinya mekanisme peningkatan hak kontrol melebihi hak aliran kas. Peningkatan hak kontrol melebihi hak aliran kas menunjukkan peningkatan manfaat privat yang dapat diperoleh oleh pemegang saham pengendali. Peningkatan utang menyebabkan hak kontrol pemegang saham pengendali tetap besar, sementara kemungkinan risiko kebangkrutan yang dihadapi proporsional dengan hak aliran kas. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

**H1a:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih besar daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih kecil.

**H1b:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih besar.

**H1c:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang tidak memiliki *leverage* hak aliran kas daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas.

Apabila hak kontrol sama dengan hak aliran kas maka tidak terdapat divergensi. Namun apabila hak kontrol berbeda dari hak aliran kas maka muncul insentif untuk melakukan ekspropriasi. Insentif untuk melakukan ekspropriasi ini semakin besar apabila hak kontrol semakin jauh dari hak aliran kas. Insentif untuk melakukan ekspropriasi juga semakin besar apabila pemegang saham pengendali juga terlibat dalam manajemen. Dengan keterlibatan dalam manajemen, pemegang saham pengendali semakin leluasa untuk melakukan ekspropriasi. Selain itu, tindakan

ekspropriasi juga semakin tidak terbatas apabila tidak ada pemegang saham pengendali besar lainnya dalam perusahaan. Ketidakadaan pemegang saham besar kedua menyebabkan tidak ada tekanan yang memadai terhadap pemegang saham pengendali dari pemegang saham lainnya. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

**H2a:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih besar.

**H2b:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak terlibat dalam manajemen daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tetapi terlibat dalam manajemen.

**H2c:** Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan.

Data yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini meliputi total utang, total aset, dan persentase kepemilikan. Data tersebut diambil dari perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode enam tahun mulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2005. Data utang, aset, dan kepemilikan imediat (kepemilikan langsung) diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan, sedangkan data kepemilikan ultimat (kepemilikan tidak langsung) diperoleh dari Kementerian Keuangan RI, *website* perusahaan, dan Osiris.

Variabel utama penelitian adalah LEV (utang). Utang merupakan kewajiban perusahaan yang akan dipenuhi dengan mentransfer aset atau memberikan jasa kepada pihak lain di masa datang. Utang diproksi sebagai rasio total utang terhadap total aktiva (total utang/total aktiva). Pengukuran ini mengacu terhadap Faccio *et al.* (2003). Variabel utang diuji dengan uji beda. Uji beda dilakukan berdasarkan enam klasifikasi, yaitu besar kecilnya hak aliran kas pemegang saham pengendali, besar kecilnya hak kontrol pemegang saham pengendali, keberadaan *leverage* hak aliran kas, besar kecilnya *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali, keterlibatan pemegang saham pengendali pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas dalam manajemen, serta keberadaan pemegang saham pengendali kedua pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas.

**Tabel 1**  
**Kaitan antara Hipotesis Penelitian dan Nilai Utang**

	Hipotesis	Utang Lebih Kecil	Utang Lebih Besar
H1a	Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Lebih Besar	Lebih Kecil
H1b	Hak Kontrol Pemegang Saham Pengendali	Lebih Kecil	Lebih Besar
H1c	<i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Tidak Ada	Ada
H2a	<i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Lebih Kecil	Lebih Besar
H2b	Ada <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Pemegang Saham Pengendali tidak Terlibat dalam Manajemen	Pemegang Saham Pengendali Terlibat dalam Manajemen
H2c	Ada <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Ada Pemegang Saham Pengendali Kedua	Tidak Ada Pemegang Saham Pengendali Kedua



Hak aliran kas (CFR) merupakan klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas = hak aliran kas langsung + hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung = persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung = perkalian persentase kepemilikan pemegang saham dalam setiap rantai kepemilikan. Hak kontrol (CR) merupakan hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Sejalan dengan La Porta *et al.* (1999), Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) (dalam PSAK 4, PSAK 7, PSAK 22, dan PSAK 38) mendefinisikan kontrol sebagai hak suara untuk menentukan kebijakan keuangan dan operasi suatu perusahaan agar dapat menikmati manfaat dari kegiatan perusahaan tersebut. Hak kontrol = hak kontrol langsung + hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung = persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya. Hak kontrol tidak langsung = jumlah kepemilikan minimum dalam setiap rantai kepemilikan, sedangkan *leverage* hak aliran kas (CFRL) merupakan deviasi hak aliran kas dari hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham dengan menggunakan berbagai mekanisme kepemilikan. *Leverage* hak aliran kas = hak kontrol – hak aliran kas. Pengukuran ini mengacu pada La Porta *et al.* (2002) dan Claessens *et al.* (2002).

Peneliti membagi sampel menjadi dua bagian untuk menentukan besar kecilnya hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas. Khusus terhadap klasifikasi *leverage* hak aliran kas, peneliti hanya menggunakan sampel yang pemegang saham pengendalinya memiliki *leverage* hak aliran kas. Sebanyak 50% dari sampel dengan hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas tertinggi dikategorikan sebagai hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas yang besar. Sebaliknya, sebanyak 50% dari sampel yang pemegang saham pengendalinya memiliki hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas terendah dikategorikan sebagai hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas yang kecil.

Klasifikasi keberadaan *leverage* hak aliran kas ditentukan berdasarkan perbandingan antara hak kontrol dengan hak aliran kas. Apabila hak kontrol lebih besar dari hak aliran kas, maka dikategorikan bahwa

terdapat *leverage* hak aliran kas. Sebaliknya, apabila hak kontrol tidak melebihi hak aliran kas, maka dikategorikan bahwa tidak terdapat *leverage* hak aliran kas. Peneliti menentukan keterlibatan pemegang saham pengendali pada manajemen apabila pemegang saham pengendali tercatat sebagai direksi. Keberadaan pemegang saham pengendali kedua ditentukan apabila ada pemegang saham besar lainnya di perusahaan pada pisah batas hak kontrol 20% yang telah ditentukan.

Peneliti menggunakan pisah batas hak kontrol 20% untuk mengklasifikasi apakah kepemilikan dalam perusahaan tersebar atau terkonsentrasi. Pisah batas hak kontrol 20% cukup beralasan karena beberapa sebelumnya membuktikan bahwa cukup efektif dengan 20% (La Porta *et al.*, 2002; Claessens *et al.*, 2000b). Pemegang saham pengendali dinyatakan sebagai pemegang saham pengendali apabila memiliki hak kontrol 20% atau lebih. Pemegang saham pengendali meliputi keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, dan pemegang saham pengendali lainnya. Pemegang saham pengendali lain dapat meliputi investor asing, koperasi, dan karyawan. Peneliti menggunakan kesamaan nama belakang, hubungan perkawinan, dan kesamaan alamat rumah untuk mengidentifikasi satu kesatuan pemegang saham pengendali keluarga.

Hipotesis penelitian diuji dengan *t-test* untuk mencari bukti empiris apakah terdapat perbedaan rerata utang berdasarkan kategori yang ditentukan. Uji beda rerata adalah metode yang digunakan untuk menguji kesamaan rerata dari dua populasi yang bersifat independen. Karena sampel penelitian adalah sampel yang independen, maka uji beda rerata yang digunakan adalah *t-test* untuk sampel independen. Formula dalam uji beda rerata *t-test* ditentukan sebagai berikut:

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{\frac{S_{x_1}^2}{n_1} + \frac{S_{x_2}^2}{n_2}}}$$

P-value digunakan sebagai dasar untuk menarik simpulan secara statistis. Rumusan hipotesis adalah  $H_0; \mu_1 = \mu_2$  dan  $H_a; \mu_1 \neq \mu_2$ . Apabila p-value lebih besar

dari alpha 10%, maka hipotesis nol ( $H_0; \mu_1 = \mu_2$ ) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan rerata dividen diterima. Sebaliknya, apabila p-value lebih kecil dari alpha 10%, maka hipotesis nol yang menyatakan tidak terdapat perbedaan rerata dividen ditolak.

## HASIL PENELITIAN

Deskripsi variabel penelitian disajikan pada Tabel 2. Pada peraga tersebut terlihat bahwa perusahaan di Indonesia, pada periode penelitian, memiliki rerata utang 65,82% dibandingkan dengan total aset perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa banyak perusahaan di Indonesia yang mengandalkan pendanaan melalui utang. Bahkan ada perusahaan yang memiliki utang hampir sama dengan aset perusahaan. Besarnya utang ini terkait dengan dampak krisis ekonomi yang menyebabkan utang perusahaan membengkak karena peningkatan kurs valuta asing pada awal tahun 2000an. Selain tentang tingginya utang, besarnya *leverage* hak aliran kas juga merupakan indikator penting yang menggambarkan struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia. *Leverage* hak aliran kas yang memiliki nilai rerata sebesar 11,29% menunjukkan bahwa umumnya pemegang saham pengendali mengendalikan perusahaan dengan hak kontrol lebih besar daripada hak aliran kas yang dimiliki pemegang saham pengendali tersebut. Angka ini mendukung fenomena yang terjadi bahwa struktur kepemilikan di Indonesia bersifat piramida. Kepemilikan piramida menggambarkan kepemilikan tidak langsung seseorang terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lainnya.

Hasil pengujian hipotesis disajikan di Tabel 3.

Hipotesis 1a memprediksi bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih besar daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih kecil. Bukti empiris menunjukkan bahwa ada perbedaan rerata utang antara perusahaan dengan hak aliran kas besar dan perusahaan dengan hak aliran kas kecil. Perbedaan utang tersebut terbukti signifikan secara statistik. Namun temuan empiris ini terbalik dari prediksi dalam hipotesis. Utang justru lebih kecil pada saat pemegang saham pengendali perusahaan memiliki hak aliran kas lebih kecil. Karena arahnya berlawanan, maka dapat dikatakan bahwa hipotesis 1a tidak didukung secara empiris.

Prediksi dalam hipotesis 1b adalah bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih besar. Bukti empiris menunjukkan bahwa rerata utang perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali dengan hak kontrol kecil memang memiliki utang lebih kecil daripada rerata utang perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali dengan hak kontrol besar. Namun perbedaan rerata utang ini tidak signifikan secara statistik. Walaupun arah matematika rerata utang sejalan dengan prediksi dalam hipotesis, namun karena perbedaan utang tidak signifikan, maka hipotesis 1b tidak didukung.

Pada hipotesis 1c dinyatakan bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang tidak memiliki *le-*

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif**

Variabel	LEV	CFR	CR	CFRL	MAN	CS2
Rerata	65.82	49.63	60.85	11.29	0.34	0.13
Minimum	10.00	0.39	20.55	0.00	0.00	0.00
Maksimum	99.98	99.36	99.87	79.71	1.00	1.00
<i>Standard Deviasi</i>	24.30	22.66	19.27	15.91	0.47	0.34
N	1230	1230	1230	1230	1230	1230

**Sumber:** Data penelitian. Diolah.

**Tabel 3**  
**Hasil Pengujian Hipotesis**

Hipotesis		Rerata Utang	Signifikansi	Keterangan
H1a	CFL – Lebih Besar	67.78%	0.006	Tidak Sesuai Prediksi
	CFR – Lebih Kecil	63.86%		
H1b	CR – Lebih Kecil	65.28%	0.320	Tidak Sesuai Prediksi
	CR – Lebih Besar	66.36%		
H1c	CFRL – Tidak Ada	63.91%	0.627	Tidak Sesuai Prediksi
	CFRL – Ada	67.14%		
H2a	CFRL – Lebih Kecil	66.57%	0.063	Sesuai Prediksi
	CFRL – Lebih Besar	67.70%		
H2b	CFRL – Non Manajemen	60.95%	0.000	Sesuai Prediksi
	CFRL – Manajemen	72.33%		
H2c	CFRL – Ada CS2	67.79%	0.096	Tidak Sesuai Prediksi
	CFRL – Tidak Ada CS2	64.78%		

**Sumber:** Rangkuman hasil pengujian hipotesis.

*verage* hak aliran kas daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas. Data mendukung pernyataan bahwa utang perusahaan lebih kecil apabila pemegang saham pengendali memiliki perusahaan secara langsung dibandingkan apabila pemegang saham pengendali memiliki perusahaan secara tidak langsung. Walaupun rerata utang berbeda secara matematis, perbedaan rerata utang ini tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa hipotesis 1c tidak didukung secara empiris.

Seperti diprediksi dalam hipotesis 2a, utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih besar. Adanya *leverage* hak aliran kas menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali mengendalikan suatu perusahaan melalui kepemilikan tidak langsung. Semakin tinggi rangkaian kepemilikan tidak langsung menyebabkan semakin besarnya *leverage* hak aliran kas. Bukti empiris mendukung pernyataan bahwa *leverage* hak aliran kas yang besar menyebabkan pemegang saham pengendali semakin mengandalkan pendanaan melalui utang.

Sama dengan hipotesis 2a, hipotesis 2b juga didukung secara empiris. Pada hipotesis 2b dinyatakan bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang

dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak terlibat dalam manajemen daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tetapi terlibat dalam manajemen. Pada saat memiliki *leverage* hak aliran kas dan juga terlibat dalam manajemen, pemegang saham pengendali semakin tidak khawatir dengan pendanaan melalui utang yang besar karena risiko kebangkrutan tidak ditanggungsya proporsional dengan kepemilikannya.

Prediksi dalam hipotesis 2c tidak didukung sepenuhnya. Peneliti memprediksi bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan. Prediksi ini didasarkan pada argumen bahwa pemegang saham pengendali tunggal, tanpa pengawasan dari pemegang saham besar lainnya, semakin mampu mengeskpropriasi pemegang saham non- pengendali melalui utang. Memang secara empiris terbukti bahwa ada perbedaan rerata utang antara perusahaan dengan pemegang saham pengendali tunggal dengan utang perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali kedua. Namun arah perbedaan tersebut berlawanan sehingga

prediksi dalam hipotesis ini tidak terdukung.

## PEMBAHASAN

Tindakan ekspropriasi pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham non-pengendali terjadi dengan tujuan untuk memperoleh manfaat privat bagi pemegang saham pengendali. Tindakan ekspropriasi ini dapat dilakukan melalui kebijakan utang. Pada saat seorang pemegang saham pengendali mampu mengendalikan perusahaan dengan kepemilikan yang lebih rendah dari kemampuannya mengendalikan perusahaan tersebut, ia memiliki insentif untuk melakukan tindakan ekspropriasi melalui utang. Insentif ini muncul karena risiko kebangkrutan yang ditanggung oleh pemegang saham pengendali tidak sebesar kepemilikannya. Pada saat kepemilikan seorang pemegang saham pengendali lebih kecil dari kemampuannya mengendalikan perusahaan, pemegang saham pengendali tersebut terdorong untuk mengandalkan pendanaan utang karena ia tidak menanggung lebih besar dampak dari tindakannya apabila risiko kebangkrutan benar-benar terjadi.

Indikasi tindakan ekspropriasi dikaji berdasarkan analisis terhadap hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali. Indikasi tindakan ekspropriasi juga dikaji berdasarkan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen dan keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Tindakan ekspropriasi diimplikasikan terjadi apabila utang lebih besar pada saat hak aliran kas lebih kecil, hak kontrol lebih besar, ada *leverage* hak aliran kas, dan *leverage* hak aliran kas lebih besar. Tindakan ekspropriasi juga diimplikasikan terjadi apabila utang lebih besar pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas dan sekaligus pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen serta tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan.

Bukti empiris tidak mendukung dugaan bahwa utang lebih besar pada saat pemegang saham pengendali memiliki hak aliran kas lebih kecil (hipotesis 1a) serta pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tidak diawasi oleh pemegang saham pengendali kedua (hipotesis 2b). Analisis lebih lanjut terhadap data menunjukkan hal yang berlawanan. Berdasarkan analisis data, tren rerata utang bergerak

lebih tinggi justru pada saat pemegang saham pengendali memiliki hak aliran kas besar dan sebaliknya utang lebih kecil pada saat hak aliran kas perusahaan kecil. Analisis lebih lanjut terhadap data juga menunjukkan bahwa rerata utang lebih besar pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Bukti empiris ini mengindikasikan dugaan bahwa seorang pemegang besar melakukan koalisi dengan pemegang saham pengendali besar lainnya sehingga antarpemegang saham besar terjadi kerja sama untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham kecil. Kajian lebih mendalam terhadap kemungkinan koalisi ini perlu dilakukan pada penelitian lebih lanjut.

Dukungan yang lemah tentang tindakan ekspropriasi diperoleh melalui kajian terhadap hak kontrol dan *leverage* hak aliran kas. Tindakan ekspropriasi diimplikasikan terjadi apabila utang lebih besar pada saat hak kontrol pemegang saham pengendali lebih besar (hipotesis 1b) dan ada *leverage* hak aliran kas yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali tersebut (hipotesis 1c). Data empiris menunjukkan bahwa hal prediksi ini dapat didukung. Namun dukungan tersebut lebih besar pada saat hak kontrol pemegang saham pengendali lebih besar dan ada *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali. Analisis lebih lanjut terhadap data memang menunjukkan arah utang yang meningkat apabila pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol besar dan *leverage* hak aliran kas dibandingkan apabila pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol kecil dan tidak memiliki *leverage* hak aliran kas. Namun karena perbedaan utang tersebut tidak didukung secara statistik, maka bukti empiris lemah dalam mendukung pernyataan dalam hipotesis.

Indikasi ekspropriasi yang dilakukan pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham non-pengendali terlihat jelas berdasarkan kajian terhadap besaran *leverage* hak aliran kas dan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen. Keberadaan *leverage* memang kurang mampu membuktikan adanya ekspropriasi. Namun setelah dibandingkan *leverage* hak aliran kas yang besar terhadap *leverage* hak aliran kas yang kecil, maka terbukti bahwa tindakan ekspropriasi memang terjadi.

Pemegang saham pengendali belum mampu melakukan tindakan ekspropriasi apabila selisih antara kemampuan mengendalikan perusahaan dengan kepemilikan terhadap perusahaan tersebut kecil. Dengan kondisi seperti ini, tindakan ekspropriasi masih berdampak langsung dan besar bagi pemegang saham pengendali itu sendiri karena proporsi kepemilikannya yang besar relatif terhadap kemampuan kontrolnya.

Selanjutnya, tindakan ekspropriasi juga terlihat apabila pemegang saham pengendali juga bertindak sebagai direksi perusahaan. Dengan *leverage* hak aliran kas pemegang saham sudah mampu mengendalikan perusahaan sesuai dengan kepentingannya. Apabila ditambah dengan kondisi bahwa pemegang saham pengendali juga merupakan bagian dari direksi perusahaan, maka kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan tindakan ekspropriasi untuk kepentingannya semakin besar.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Ekspropriasi pemegang saham non-pengendali oleh pemegang saham pengendali merupakan fenomena yang nyata. Simpulan ini terlihat dari dua hal yang didukung secara empiris. Pertama, apabila pemegang saham pengendali mengendalikan perusahaan secara tidak langsung, ditunjukkan oleh besarnya *leverage* hak aliran kas, perusahaan cenderung memiliki utang yang lebih besar. Hal ini merupakan bukti bahwa pemegang saham pengendali tidak takut terhadap risiko kebangkrutan dengan utang yang besar karena mengetahui bahwa kepemilikannya lebih kecil daripada kemampuannya mengendalikan perusahaan. Kedua, pemegang saham pengendali yang memiliki perusahaan secara tidak langsung dan juga bagian dari manajemen itu sendiri cenderung mengandalkan pendanaan utang. Kemampuan pemegang saham pengendali untuk mengekspropriasi pemegang saham non-pengendali melalui utang semakin besar karena keterlibatannya dalam manajemen.

### Saran

Namun demikian, temuan empiris ini bukanlah tanpa kelemahan. Kelemahan tersebut terkait dengan

keterbatasan yang ada dalam penelitian ini. Keterbatasan pertama terkait dengan identifikasi pemegang saham pengendali. Mengidentifikasi pemegang saham pengendali melalui nama belakang, kesamaan alamat rumah, dan hubungan perkawinan, bukanlah identifikasi yang sempurna. Apabila *data-base* hubungan keluarga antarpemegang saham ada, maka identifikasi pemegang saham pengendali akan semakin baik. Keterbatasan kedua terkait dengan data tentang tindakan ekspropriasi. Penelitian ini tidak menggunakan aktivitas ekspropriasi itu sendiri karena dokumentasi tindakan ekspropriasi tidak tersedia. Pengujian dengan menggunakan implikasi keterkaitan utang dengan struktur kepemilikan untuk mengidentifikasi kemungkinan adanya ekspropriasi dapat menghasilkan pengujian yang kurang sempurna. Apabila tersedia, penggunaan tindakan ekspropriasi yang sesungguhnya dapat menghasilkan pengujian yang lebih baik.

## DAFTAR PUSTAKA

- Berle, Adolph dan Means, Gardiner. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York, N.Y.
- Boubaker, Sabri. 2003. "On the Relationship between Ownership-Control Structure and Debt Financing: New Evidence from France." Working Paper of University Paris XII-Val-de-Marne.
- Bulkanwanicha, Pramuan; Gupta, Jyoti; dan Rokhim, Rofikoh. 2003. "Debt and Entrenchment: Evidence from Thailand dan Indonesia." *Working Paper of University Paris 1-Pantheon-Sorbonne*.
- Claessens, Stijin; Djankov, Simeon; Fan, Joseph P.H.; dan Lang, Larry H.P. 2002. "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings." *Journal of Finance*. Vol. 57, No. 6: 2741-1771.
- Claessens, Stijin; Djankov, Simeon; dan Lang, Larry H.P. 2000a. "The Separation of Ownership and

- Control in East Asian Corporations.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 58: 81-112.
- Claessens, Stijn; Djankov, Simeon; Fan, Joseph; dan Lang, Larry H.P. 2000b. “Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *Policy Research Working Paper* 2088, The World Bank.
- Du, Julian dan Dai, Yi. 2005. “Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asian Economies.” *Corporate Governance*. Vol. 13, No. 1: 60-71.
- Faccio, Mara dan Lang, Larry H.P. 2002. “The Ultimate Ownership of Western European Corporations.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 65: 365-395.
- Faccio, Mara; Lang, Larry H.P.; dan Young, Leslie. 2003. “Debt and Expropriation.” *Working Paper of Chinese University of Hongkong*.
- Harvey, Campbell; Lins, Karl V.; dan Roper, Andrew H. 2004. “The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 74: 3-30.
- Jensen, Michael C. dan Meckling, William H. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs. And Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 3: 305-360.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei. 1999. “Corporate Ownership Around the World.” *Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2: 471-517.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert. 2002. “Investor Protection and Corporate Valuation.” *Journal of Finance*. Vol. 57, No. 3: 3-27.
- Myers, S. C. dan Majluf, N. S. 1984. “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have.” *Journal of Financial Economics*. June: 187-221.
- PSAK 4. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 4 tentang Laporan Keuangan Konsolidasi.
- PSAK 7. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 7 tentang Pengungkapan Pihak-pihak yang Mempunyai Hubungan Istimewa.
- PSAK 22. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 22 tentang Akuntansi Penggabungan Usaha.
- PSAK 38. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 38 tentang Akuntansi Restrukturisasi Entitas Sepengendali.
- Shleifer, Andrei dan Vishny, Robert W. 1997. “A Survey of Corporate Governance.” *Journal of Finance*. Vol. 52, No. 2: 737-783.
- Yeh, Yin-Hua. 2003. “Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan.” *Corporate Ownership & Control*. Vol. 1, No. 1: 87-101.



**PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, UKURAN DEWAN  
KOMISARIS, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN  
ASING, DAN UMUR PERUSAHAAN TERHADAP CORPORATE  
SOCIAL RESPONSIBILITY DISCLOSURE PADA PERUSAHAAN  
PROPERTY DAN REAL ESTATE YANG TERDAFTAR  
DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Indah Dewi Utami  
Rahmawati**

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta  
Jalan Ir. Sutami Nomor 36A, Ketingan, Surakarta  
Telepon/Fax.: +62 271 669090  
E-mail: rahmawati@yahoo.com

**ABSTRACT**

This research is replicated from Sembiring (2005). The objective of this research is to give empirical evidence whether there is firm size, size of board of commissioner; institutional ownership, foreign ownership, and firm age have effect to corporate social responsibility disclosure in corporate annual report. This research is done at public property and Real Estate Company which are listed in Indonesia Stock Exchange from 2005 until 2007. This research uses purposive sampling. The sample of this research is 121 companies from 126 property and real estate companies that listed in the Indonesia Stock Exchange from 2005 until 2007. Researcher uses multiple regression analysis as analysis method. Result of regression analysis shows that firm size and size of board of commissioner have significant effect toward degree of corporate social responsibility disclosure. Institutional ownership, foreign ownership, and firm age do not significant effect toward degree of corporate social responsibility disclosure. Result of the research shows that index corporate social responsibility disclosure is 18.12%. It means degree of corporate social responsibility disclosure in mining company is still relative low.

**Keywords:** corporate social responsibility, firm size, size of board of commissioner, institutional ownership, foreign ownership, firm age

**PENDAHULUAN**

BAPEPAM belum mewajibkan perusahaan untuk mengungkapkan informasi sosial terutama informasi mengenai tanggungjawab sosial perusahaan terhadap lingkungan (*corporate social responsibility* atau CSR), akibatnya yang terjadi di dalam praktik perusahaan hanya dengan sukarela mengungkapkannya. CSR sangat tergantung dari komitmen dan norma etika perusahaan untuk turut memikirkan kondisi sosial sekitarnya. Wacana CSR tidak pernah menjadi prioritas utama bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia. Perusahaan akan mempertimbangkan biaya dan manfaat yang akan diperoleh ketika mereka memutuskan untuk mengungkapkan informasi sosial. Apabila manfaat yang akan diperoleh dengan pengungkapan informasi tersebut lebih besar dibandingkan biaya yang dikeluarkan untuk pengungkapannya, maka perusahaan akan dengan sukarela mengungkapkan informasi

tersebut. Menurut Hill *et al.* dalam Nofandrilla (2008), CSR sudah selayaknya dipandang sebagai bagian dari strategi bisnis perusahaan. Hal ini dapat dilakukan antara lain dengan menyelaraskan program CSR perusahaan tersebut dengan produk dan *image* perusahaan yang bersangkutan. Sebagai contoh, perusahaan rokok dapat melakukan program kemitraan dengan para petani tembakau dan perusahaan produsen susu dapat melakukan program kerjasama dengan para peternak sapi setempat, dan lain sebagainya.

Sejak tanggal 23 september 2007, pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan (CSR *disclosure*) mulai diwajibkan melalui UU Perseroan Terbatas Nomor 40 tahun 2007, khususnya untuk perusahaan-perusahaan yang hidup dari ekstraksi sumber daya alam. Dalam Pasal 74 Undang-Undang tersebut diatur tentang kewajiban pengungkapan tanggungjawab sosial dan lingkungan perusahaan. Sehingga, tidak ada lagi sebutan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan yang sukarela, namun pengungkapan yang wajib hukumnya. Sementara itu, perkembangan CSR di luar negeri sudah sangat populer. Bahkan di beberapa negara, CSR digunakan sebagai salah satu indikator penilaian kinerja sebuah perusahaan dengan dicantulkannya informasi CSR di dalam catatan laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan.

Berbagai penelitian yang terkait dengan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan menunjukkan keanekaragaman hasil. Sembiring (2005) dan Nofandrilla (2008) menemukan pengaruh yang signifikan ukuran perusahaan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Namun, hal ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Anggraini (2006) dan Roberts (1992) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Sembiring (2005) menyatakan bahwa semakin besar jumlah anggota dewan komisaris, maka akan semakin mudah untuk mengendalikan CEO dan pengawasan yang dilakukan akan semakin efektif. Dikaitkan dengan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, maka tekanan terhadap manajemen juga akan semakin besar untuk mengungkapkannya. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Beasley (2000). Namun, berbeda dengan hasil penelitian yang

dilakukan oleh Nofandrilla (2008) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Berkaitan dengan struktur kepemilikan, Machmud & Djaman (2008) menyatakan bahwa kepemilikan asing dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap luas pengungkapan tanggungjawab sosial. Namun Nofandrilla (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Ansah (2000) meneliti tentang pengaruh umur perusahaan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, hasilnya menyatakan bahwa umur perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Sedangkan Sembiring (2003), Marwata (2001), dan Nofandrilla (2008) tidak menemukan pengaruh yang signifikan.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Sembiring (2005). Dalam penelitian ini, terdapat beberapa perbedaan dengan penelitian Sembiring (2005), antara lain 1) Periode penelitian, Sembiring (2005) menggunakan periode penelitian tahun 2002 sedang penelitian ini memperluas rentang periode penelitian selama tiga tahun pengamatan, terhitung mulai tahun 2005 sampai tahun dengan tahun 2007 dengan alasan agar diperoleh jumlah sampel dan observasi yang cukup secara statistik. Periode penelitian yang lebih panjang akan memberikan kemungkinan yang lebih besar untuk memperoleh hasil yang lebih mendekati kondisi sebenarnya; 2) Sampel penelitian, sampel yang diteliti Sembiring (2005) menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), sedang penelitian ini mengkhususkan sampel pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Pengkhususan sampel dapat menghindari hasil penelitian yang bias, dikarenakan perbedaan karakteristik perusahaan yang terdaftar di BEI; 3) Variabel penelitian, Sembiring (2005) menggunakan lima variabel independen dalam penelitian, yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, *profile*, ukuran dewan komisaris, dan *leverage*, sedang penelitian ini mengambil dua variabel dari penelitian Sembiring (2005) yaitu ukuran perusahaan dan ukuran dewan komisaris. Penelitian ini menambahkan tiga variabel yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan umur

perusahaan sesuai saran dalam penelitian Sembiring (2005); 4) Sembiring (2005) menggunakan jumlah tenaga kerja sebagai ukuran perusahaan, sedang penelitian ini menggunakan total aset sebagai alat ukur, karena total aset lebih dapat mengukur besar kecilnya perusahaan.

Berdasarkan latar belakang, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah 1) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI; 2) Apakah ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI; 3) Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI; 4) Apakah kepemilikan asing berpengaruh terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI; 5) Apakah umur perusahaan berpengaruh terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI; dan 6) Apakah ukuran perusahaan, ukuran dewan komisaris, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan umur perusahaan berpengaruh secara simultan terhadap CSR disclosure pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

## MATERI DAN METODE PENELITIAN

Ukuran perusahaan merupakan variabel penduga yang banyak digunakan untuk menjelaskan variasi pengungkapan dalam laporan tahunan perusahaan. Menurut Siregar dan Utama dalam Nofandrilla (2008), semakin besar ukuran perusahaan, informasi yang tersedia untuk investor dalam pengambilan keputusan sehubungan dengan investasi saham semakin banyak. Sembiring (2005) dan Nofandrilla (2008) menemukan pengaruh yang signifikan ukuran perusahaan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Namun, hal ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Anggraini (2006) dan Roberts (1992) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H1:** Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *cor-*

*porate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Sembiring (2005) menyatakan bahwa semakin besar jumlah anggota dewan komisaris, maka semakin mudah untuk mengendalikan CEO dan pengawasan yang dilakukan akan semakin efektif. Dikaitkan dengan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, maka tekanan terhadap manajemen juga akan semakin besar untuk mengungkapkannya. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Beasley (2000). Namun, berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nofandrilla (2008) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H2:** Ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi (badan). Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer (Arif 2006 dalam Machmud dan Djaman 2008). Machmud dan Djaman (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, namun Nofandrilla (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H3:** Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Kepemilikan asing dalam perusahaan merupakan pihak yang dianggap *concern* terhadap tanggungjawab sosial perusahaan (Fauzi 2006 dalam Machmud dan Djaman 2008). Berkaitan dengan kepemilikan asing, Machmud dan Djaman (2008) menyatakan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab

sosial perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H4:** Kepemilikan asing berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Widiastuti (2002) dalam Nofandrilla (2008) menyatakan bahwa umur perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan tetap eksis dan mampu bersaing. Dengan demikian, umur perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja keuangan suatu perusahaan. Perusahaan yang berumur lebih tua memiliki pengalaman lebih banyak dan mengetahui kebutuhan konstituennya atas informasi tentang perusahaan. Ansah (2000) meneliti tentang pengaruh umur perusahaan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Hasilnya menyatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, sedangkan Sembiring (2003), Marwata (2001), dan Nofandrilla (2008) tidak menemukan pengaruh yang signifikan. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H5:** Umur perusahaan berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Populasi mengacu pada sekelompok orang, kejadian (*event*), atau sesuatu yang menarik perhatian peneliti untuk melakukan investigasi (Sekaran, 2003). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005 sampai dengan 2007. Sampel adalah bagian dari populasi yang terdiri dari elemen-elemen yang diharapkan memiliki karakteristik yang mewakili populasinya (Sekaran, 2003). Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu sampel yang sengaja ditentukan berdasarkan kriteria tertentu yang telah ditentukan oleh peneliti untuk mendapatkan sampel yang representatif. Kriteria untuk sampel penelitian ini adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI (2005-2007), perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan auditan dengan menggunakan tahun buku yang berakhir pada 31 Desember, dan perusahaan *property* dan *real estate* tersebut memiliki data lengkap yang

diperlukan dalam penelitian selama tiga tahun (2005 – 2007).

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *CSR disclosure* atau tingkat pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan dalam laporan tahunan. Tanggungjawab sosial perusahaan itu sendiri dapat digambarkan sebagai ketersediaan informasi keuangan dan non-keuangan berkaitan dengan interaksi organisasi dengan lingkungan fisik dan lingkungan sosialnya, yang dapat dibuat dalam laporan tahunan perusahaan atau laporan sosial terpisah (Guthrie dan Mathews 1985 dalam Sembiring 2005).

Instrumen penelitian yang digunakan adalah suatu daftar pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. *Check list* dilakukan dengan melihat pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan dalam tujuh kategori yaitu lingkungan, energi, kesehatan dan keselamatan tenaga kerja, lain-lain tenaga kerja, produk, keterlibatan masyarakat, dan umum. Kategori ini diadopsi dari penelitian yang dilakukan oleh Sembiring (2005) yang mengadopsi penelitian yang dilakukan oleh Hackston dan Milne. Ketujuh kategori tersebut dijabarkan ke dalam 63 item pengungkapan yang telah disesuaikan dengan kondisi yang ada di Indonesia. Perhitungan untuk menentukan skor indeks pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan adalah sebagai berikut ini 1) setiap item diberi skor 1 jika diungkapkan dan skor 0 jika tidak diungkapkan; 2) perhitungan indeks tingkat pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan diukur dengan rasio total skor yang diperoleh dengan skor maksimal yang dapat diperoleh. Skor maksimal tiap-tiap blok berbeda sesuai penyesuaian yang telah dilakukan pada masing-masing blok. Indeks diformulasikan sebagai berikut ini.

$$\text{INDEKS} = \frac{n}{k}$$

Notasi:

n = jumlah skor pengungkapan yang diperoleh, dan  
k = jumlah skor maksimal.

Penelitian ini menggunakan lima variabel independen, yaitu 1) Ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset perusahaan, karena total aset lebih

dapat mengukur besar kecilnya perusahaan; 2) Ukuran dewan komisaris yang dalam penelitian ini konsisten dengan Sembiring (2005) yaitu jumlah personil dalam anggota dewan komisaris; 3) Kepemilikan institusional yang diukur dengan persentase kepemilikan saham oleh institusi (badan) yang dilihat dari laporan keuangan tahunan perusahaan (Machmud & Djaman, 2008); 4) Kepemilikan asing diukur dengan persentase kepemilikan saham oleh asing yang dilihat dari laporan keuangan tahunan perusahaan (Machmud & Djaman, 2008); dan 5) Umur perusahaan yaitu lama perusahaan berdiri yang dihitung sejak tahun perusahaan tersebut berdiri hingga perusahaan tersebut dijadikan sampel dalam penelitian.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu laporan keuangan perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar dan aktif di BEI yang terdiri dari 1) daftar perusahaan *property* dan *real estate* yang *listing* di BEI tahun 2005 sampai dengan tahun 2007; 2) laporan keuangan tahunan perusahaan *property* dan *real estate* selama kurun waktu 2005 sampai dengan tahun 2007; dan 3) data dan informasi lain yang terkait dalam penghitungan dan analisis. Teknik pengambilan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi dari sumber data melalui Pojok BEI UNS dan *website* resmi *Indonesia Stock Exchange* yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

## HASIL PENELITIAN

Dalam penelitian ini, populasi meliputi seluruh perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada tahun 2005 sampai dengan 2007. Menurut data pada ICMD 2006-2008 terdapat 126 perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Perusahaan sampel yang berhasil diperoleh melalui metode *purposive sampling* adalah 121 perusahaan selama 3 tahun.

**Tabel 1**  
**Jumlah Sampel Penelitian**

Keterangan	Jumlah
Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> 2005-2007	126
Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang tidak menyajikan informasi lengkap dalam laporan tahunan	5
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel	121

Sumber: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *corporate social responsibility disclosure* yang dinyatakan dalam indeks. Indeks diperoleh dengan membandingkan jumlah skor yang berhasil didapat dengan skor maksimal. Besarnya indeks pengungkapan masing-masing perusahaan bervariasi antara 0,03 sampai dengan 0,55. Rata-rata indeks pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI adalah 0,1812 atau sekitar 18,12 %.

Gambaran tentang pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan berdasarkan jenis industri *property* dan *real estate* menunjukkan bahwa jumlah pengungkapan paling banyak dilakukan oleh PT. Bakrieland Development (2007) sebanyak 35 pengungkapan atau 55% dari total pengungkapan, sedangkan yang paling sedikit adalah PT. Dayaindo Resources Internasional (2007) dan PT. Jaka Inti Realtindo (2007) sebanyak 2 pengungkapan dari total pengungkapan atau sebesar 3%. Berdasarkan 63 item yang digunakan untuk mengukur indeks pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan, ada beberapa item yang banyak diungkap oleh perusahaan sampel, di antaranya pelatihan tenaga kerja melalui program tertentu di tempat kerja, pengungkapan persentase gaji untuk pensiun, pengungkapan kebijakan penggajian dalam perusahaan, pengungkapan jumlah tenaga kerja dalam perusahaan, dan pengungkapan sumbangan tunai, produk dan layanan. Deskripsi mengenai variabel dependen dan variabel independen dapat dilihat pada Tabel 2. Hasil uji signifikansi t dapat dilihat dari Tabel 3.

Hipotesis pertama penelitian ini yaitu ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. *Probability value* yang dihasilkan untuk variabel pertama adalah 0,002 signifikan pada tingkat signifikansi 0,05 atau 5%. Nilai t hitung yang dihasilkan sebesar -3.159. Berdasar hasil analisis tersebut maka disimpulkan bahwa hipotesis diterima. Hal ini berarti bahwa terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap *corporate social responsibility disclosure*.

Hipotesis kedua yaitu ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. *Probability value* yang dihasilkan adalah 0.056 signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Nilai t hitung yang dihasilkan sebesar 1.927. Berdasar



**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif**

	<b>N</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Deviation</b>
CSDI	121	.03	.55	.1812	.10206
LOG_SIZE	121	.00	2.98	1.2956	1.12358
KOM	121	.00	1.00	.8347	.37299
INST	121	7.40	100.00	62.0932	22.22624
FOREIGN	121	.00	1.00	.5620	.49821
AGE	121	3.00	38.00	21.4463	7.39702
Valid N ( <i>listwise</i> )	121				

**Sumber:** hasil pengolahan data.

**Tabel 3**  
**Uji Koefisien Regresi Parsial (Signifikansi t)**

<b>Variabel</b>	<b>t hitung</b>	<b>Probability Value</b>	<b>Interpretasi</b>
LOG_SIZE	-3.159	0.002	Ha didukung *
KOM	1.927	0.056	Ha didukung **
INST	-0.640	0.523	Ha tidak didukung
FOREIGN	0.838	0.404	Ha tidak didukung
AGE	0.310	0.757	Ha tidak didukung

**Sumber:** hasil pengolahan data.

Keterangan:

\* : tingkat signifikansi 5%

\*\* : tingkat signifikansi 10%

hasil analisis tersebut maka disimpulkan bahwa hipotesis. Hal ini berarti bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*.

Hipotesis ketiga yaitu kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. *Probability value* yang dihasilkan adalah 0,523 tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maupun 10%. Nilai t hitung yang dihasilkan sebesar -0,640. Berdasar hasil analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis ditolak dan berarti bahwa kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Hipotesis keempat yaitu kepemilikan asing berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. *Probability value* yang dihasilkan adalah 0,404 dan nilai t hitung yang dihasilkan sebesar 0.838 tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maupun 10%. Berdasar hasil analisis tersebut dapat

disimpulkan bahwa hipotesis ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh kepemilikan asing terhadap *corporate social responsibility disclosure*.

Hipotesis kelima yaitu umur perusahaan berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. *Probability value* yang dihasilkan adalah 0,757 dan nilai t hitung yang dihasilkan sebesar 0.310. Berdasar hasil analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis ditolak. Hal ini berarti bahwa umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*.

## PEMBAHASAN

Secara simultan ditemukan bahwa tingkat pengaruh variabel independen terhadap *corporate social responsibility disclosure* yang ditemukan cukup rendah yaitu sebesar 8,1% (*Adjusted R Square*). Hal ini berarti



bahwa secara simultan ukuran perusahaan, ukuran dewan komisaris, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan umur perusahaan mampu mempengaruhi tingkat *corporate social responsibility disclosure* sebesar 8,1%. Hasil analisis regresi parsial berhasil mendukung hipotesis alternatif pertama pada tingkat signifikansi 5% dan hipotesis alternatif kedua pada tingkat signifikansi 10%, sedang hipotesis alternatif ketiga, keempat, dan kelima tidak didukung.

Bukti bahwa oleh ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate social responsibility disclosure* telah ditemukan dalam penelitian sebelumnya. Menurut Sembiring (2003) dan Sembiring (2005), perusahaan besar melakukan lebih banyak aktivitas yang memberikan dampak yang lebih besar terhadap masyarakat, kemungkinan mempunyai lebih banyak pemegang saham yang boleh jadi terkait dengan program sosial perusahaan dan laporan keuangan tahunan akan dijadikan sebagai alat yang efisien untuk menyebarkan informasi ini. Hasil ini juga mendukung penelitian Nofandrilla (2008), akan tetapi tidak mendukung penelitian Anggraini (2006) dan Roberts (1992). Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diproksi dengan total aset dalam perusahaan. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa semakin besar suatu perusahaan, maka semakin luas pengungkapan tanggung jawab sosial yang dibuat perusahaan.

Dewan komisaris dianggap sebagai mekanisme pengendalian intern tertinggi, yang bertanggung jawab untuk memonitor tindakan manajemen puncak. Dikaitkan dengan pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan, maka tekanan terhadap manajemen juga akan semakin besar untuk mengungkapkannya, sehingga kebanyakan penelitian menunjukkan adanya hubungan positif antara dewan komisaris dengan tingkat pengungkapan informasi oleh perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran dewan komisaris yang diproksikan dengan jumlah personil dewan komisaris dan independensi dewan komisaris, menunjukkan pengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Hal ini berarti mendukung penelitian Sembiring (2005) dan Beasley (2000), namun tidak mendukung penelitian Nofandrilla (2008).

Kepemilikan institusional umumnya dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar mengindikasikan kemampuannya untuk

memonitor manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan dan dapat diharapkan juga dapat bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Hal ini berarti kepemilikan institusional dapat menjadi pendorong perusahaan untuk melakukan pengungkapan tanggung jawab sosial (Arif 2006 dalam Machmud & Djaman 2008). Penelitian ini mendukung penelitian Machmud & Djaman (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Berbeda dengan Nofandrilla (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Kemungkinan hal ini disebabkan karena perusahaan institusi yang menanamkan modalnya pada perusahaan lain belum mempertimbangkan masalah tanggung jawab sosial sebagai salah satu kriteria dalam melakukan investasi, sehingga para investor institusi juga cenderung tidak menekan perusahaan untuk mengungkapkan CSR secara detail dalam laporan tahunan perusahaan.

Kepemilikan asing dalam perusahaan merupakan pihak yang dianggap *concern* terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Seperti diketahui, negara-negara terutama di Eropa dan Amerika sangat memperhatikan isu-isu sosial, seperti pelanggaran hak asasi manusia, pendidikan, tenaga kerja, dan isu lingkungan seperti, efek rumah kaca, pembalakan liar, serta pencemaran air (Fauzi 2006 dalam Machmud & Djaman 2008). Hasil penelitian ini menunjukkan tidak ada pengaruh antara kepemilikan asing dengan *corporate social responsibility disclosure*, sejalan dengan penelitian Machmud & Djaman (2008). Alasan yang dapat digunakan untuk menjelaskan hal tersebut adalah bahwa kemungkinan kepemilikan asing pada perusahaan di Indonesia secara umum belum mepedulikan masalah lingkungan dan sosial sebagai isu kritis yang secara ekstensif untuk diungkapkan dalam laporan tahunan. Kemungkinan lain adalah sampel perusahaan dengan kepemilikan asing dalam penelitian ini bukan perusahaan yang terkait langsung dengan sumber daya alam, sehingga pengungkapan CSR dalam laporan tahunan sifatnya masih *voluntary* atau sukarela saja.

Menurut Widiastuti (2002) dalam Nofandrilla (2008), umur perusahaan dapat menunjukkan bahwa

perusahaan tetap eksis dan mampu bersaing. Perusahaan yang berumur lebih tua memiliki pengalaman lebih banyak sehingga akan lebih mengetahui kebutuhan konstituenya akan informasi tentang perusahaan. Dengan demikian, umur perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja keuangan suatu perusahaan (Sembiring, 2005). Jika suatu perusahaan mempunyai kinerja keuangan yang baik, maka perusahaan tersebut akan dapat menjaga kelangsungan usaha. Penelitian ini tidak mendukung penelitian Ansah (2000), namun mendukung penelitian Sembiring (2003), Marwata (2001), dan Nofandrilla (2008) dimana umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan pengungkapan tanggung jawab sosial. Dalam realita saat ini, perusahaan yang sudah lama berdiri belum tentu eksis dan mampu bersaing dengan perusahaan yang lebih baru. Selain tersaingi, mungkin juga perusahaan tersebut masih berdiri untuk mencoba mempertahankan kelangsungan hidupnya sehingga sudah tidak eksis lagi.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Penelitian ini menyimpulkan bahwa secara bersama-sama kelima variabel independen, yaitu ukuran perusahaan, ukuran dewan komisaris, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan umur perusahaan berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007; ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007; ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007; kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007; kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007; dan umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *corporate*

*social responsibility disclosure* pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah periode pengamatan dalam penelitian ini relatif pendek (3 tahun) yaitu tahun 2005-2007; penelitian ini hanya menggunakan perusahaan *property* dan *real estate* sebagai sampel sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi pada jenis perusahaan lain, seperti perbankan, manufaktur, dan sebagainya; pengukuran *corporate social responsibility* dalam penelitian ini menggunakan indeks jumlah pengungkapan tanggungjawab sosial yang dilakukan oleh perusahaan *property* dan *real estate* sehingga pengukuran terbatas pada sedikit banyak jumlah pengungkapan tanpa mempertimbangkan isi (kontens); dan penelitian ini hanya menggunakan 5 variabel berupa ukuran perusahaan, ukuran dewan komisaris, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan umur perusahaan tanpa memasukkan variabel-variabel lain yang secara logika teori berpengaruh terhadap *corporate social responsibility*.

### Saran

Saran yang dikemukakan diharapkan dapat memberi manfaat yang lebih besar bagi penelitian serupa pada masa yang akan datang adalah penelitian berikutnya dapat menambah dan memperpanjang periode penelitian sehingga dimungkinkan dapat diperoleh jumlah sampel dan observasi yang lebih banyak dan hasil penelitian yang lebih baik secara statistik; penelitian berikutnya dapat menambah sampel penelitian untuk industri di luar *property* dan *real estate* sehingga hasil penelitian dapat diperbandingkan antarindustri; penelitian berikutnya dapat menggunakan alat ukur CSR yang lebih mendalam dengan mempertimbangkan isi atau kontens yang terdapat dalam pengukuran; dan penelitian berikutnya agar menambahkan variabel independen lain yang sesuai dan berpengaruh terhadap tingkat *corporate social responsibility disclosure* seperti profitabilitas, solvabilitas, dan likuiditas.

# DAFTAR PUSTAKA

- Anggraini. 2006. "Pengungkapan Informasi Sosial dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pengungkapan Informasi Sosial dalam Laporan Keuangan Tahunan (studi empiris pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar Bursa Efek Jakarta)." *Simposium Nasional Akuntansi* 9.
- Ansah, Steven O. 2000. "Timeliness of Corporate Financial Reporting in Emerging Capital Market: Empirical Evidence from Zimbabwe Stock Exchange." *Accounting and Business Research Journal*:241-254.
- Beasley, Mark S. 1996, "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", *The Accounting Review*, Vol. 71 No.4: 443-465.
- Dahlia dan Siregar. 2008. "Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Kinerja Perusahaan (studi empiris pada perusahaan yang tercatat di bursa efek Indonesia pada tahun 2005 dan 2006)." *Simposium Nasional Akuntansi* 11.
- Fitria. 2006. "Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Tingkat Kelengkapan Pengungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan". Tidak Dipublikasikan. Surakarta: FE UNS.
- Ghazali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Harahap, Sofyan Safri. 2003. *Teori Akuntansi*. Edisi Revisi. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Machmud dan Djakman. 2008. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Luas Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial (CSR Disclosure) pada Laporan Tahunan Perusahaan : Study Empiris pada Perusahaan Publik yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia 2006." *Simposium Nasional Akuntansi* 11.
- Marwata. 2001. "Hubungan Antara Karakteristik Perusahaan dan Kualitas Ungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan Perusahaan Publik di Indonesia." *Simposium Nasional Akuntansi* 4.
- Nofandrilla. 2008. "Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Kebijakan Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial (Studi Empiris pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta." Tidak Dipublikasikan. Surakarta: FE UNS.
- Nurlela dan Islahuddin. 2008. "Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen sebagai Variabel Moderating (studi empiris pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta)." *Simposium Nasional Akuntansi* 11.
- Rahayu. 2008. "Pengaruh Tingkat Ketaatan Pengungkapan Wajib dan Luas pengungkapan Sukarela terhadap Kualitas Laba." *Simposium Nasional Akuntansi* 11.
- Roberts, R.W. 1992. "Determinants Of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application Of Stakeholder Theory", *Accounting, Organisations and Society*, Vol. 17 No. 6: 595-612.
- Sayekti dan Wondabio. 2007. "Pengaruh CSR Disclosure terhadap Earning Response Coeficient (ERC)." *Simposiun Nasional Akuntansi* 10.
- Sekaran, Uma. 2003. *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach*. 4<sup>th</sup> ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Sembiring. 2005. "Karakteristik Perusahaan dan Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial: Study Empiris pada Perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta." *Simposium Nasional Akuntansi* 8.

\_\_\_\_\_. 2003. "Kinerja Keuangan, *Political Visibility*, Ketergantungan pada Hutang, dan Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan.", *Simposium Nasional Akuntansi* 6.

Suwardjono. 2005. *Teori Akuntansi*. Yogyakarta: BPFE.

## **INDEKS PENULIS DAN ARTIKEL JURNAL AKUNTANSI & MANAJEMEN**

### **Vol. 16, No. 1, April 2005**

Lo, Eko Widodo, pp. 1-10, Penjelasan Teori Prospek Terhadap Manajemen Laba

Tjahyono, Heru Kurnianto, pp. 11-24, Peran Kepemimpinan Sebagai Variabel Pemoderasian Hubungan Budaya Organisasional dengan Keefektifan Organisasional (Studi pada Perguruan Tinggi Swasta di Propinsi DIY)

Astuti, Sri dan M. Hanad Hainafi, pp. 250-34, Pengaruh Laporan Auditor Dengan Modifikasi *Going Concern* Terhadap *Abnormal Accrual*

Siregar, Baldric dan Twenty Selvia Sari Sianturi, pp. 35-49, ; Reaksi Pasar Modal Terhadap Hasil Pemilihan Umum dan Pergantian Pemerintahan Tahun 2004

Prajogo, Wisnu, pp. 51-65, Pengaruh Pemediasian *Trust* Dalam Hubungan Kepemimpinan Transformasional dan *Organizational Citizenship Behavior*

Widiastuti, Sri Wahyuni dan Sri Suryaningrum, pp. 67-77, Pengaruh Motivasi Terhadap Minat Mahasiswa Akuntansi Untuk Mengikuti Pendidikan Profesi Akuntansi (PPA)

### **Vol. 16, No. 2, Agustus 2005**

Heriningsih, Sucahyo, Sri Suryaningrum, Windyastuti, pp. 79-91, *Pengaruh Kecerdasan Emosional pada Pemahaman Pengetahuan Akuntansi di Tingkat Pengantar dengan Penalaran dan Pendekatan Sistem*

Susanto, Djoko dan Baldric Siregar, pp. 93-105, *Peran Saling Melengkapi Laba dan Arus Kas Operasi dalam Menjelaskan Variasi Return Saham*

Rahdi, Fahmy, pp. 107-119, *Industry Policy and Technology Transfer: Review and Analysis of The Indonesian Automotive Industry During New Orde Era*

Yudiarti, Fr. Ninik dan Eko Widodo Lo, pp. 121-127, *Pengaruh Framing; Pertanggungjawaban, dan Jenis Kelamin dalam Keputusan Investasi Tambahan: Keputusan Individual dan Grup*

Asakdiyah, Salamatun, pp. 129-139, *Analisis Hubungan Antara Kualitas Pelayanan dan Kepuasan Pelanggan dalam Pembentukan Intensi Pembelian Konsumen Matahari Group di Daerah Istimewa Yogyakarta*

Saputro, Julianto Agung, pp. 141-152, *Konsep dan Pengukuran Investment Opportunity Set Serta Pengaruhnya pada Proses Kontrak*

**Vol. 16, No. 3, Desember 2005**

Ciptono, Wakhid Slamet, pp. 153-171, *The Critical Success Factors Of Tqm Underlying The Deming Management Method: Evidence From The Indonesia's Oil and Gas Industry*

Lo, Eko Widodo, pp. 173-181, *Manajemen Laba: Suatu Sistesa Teori*

Sanjaya, I Putu Sugiarta, pp. 183-193, *Analisis Pengaruh Akrua Diskresioner Terhadap Return Saham Bagi Perusahaan-Perusahaan yang Diaudit oleh Kantor Akuntan Publik (KAP) Big Four dan Non-Big Four*

Sudarini, Sinta dan Silisia Mita Alloy, pp. 195-207, *Penggunaan Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Laba Pada Masa yang Akan Datang (Studi Kasus di Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta)*

Winarso, Beni Suhendra, pp. 209-218, *Analisis Empiris Perbedaan Kinerja Keuangan Antara Perusahaan yang Melakukan Stock Split dengan Perusahaan yang Tidak Melakukan Stock Split Pengujian The Signaling Hypothesis*

Siregar, Baldric, pp. 219-230, *Hubungan antara Dividen, Leverage Keuangan, dan Investasi*

**Vol. 17, No. 1, April 2006**

Nurim, Yavida, pp. 1-10, *Pengaruh Karakteristik Pembuat Judgment dalam Prediksi Failure Perusahaan*

Kusuma, Deden Iwan, pp. 11-24, *Studi Empiris Pemilihan Metode Akuntansi pada Perusahaan yang Melaksanakan Akuisisi di Indonesia*

Yunani, Akhmad, pp. 25-40, *Perancangan Model Sales Force Automation (SFA) dalam Rangka Menunjang Customer Relationship Management (CRM): Studi Kasus pada PT Pos Indonesia (Persero)*

Suripto, Bambang, pp. 41-56, *Praktik Pelaporan Keuangan dalam Web Site Perusahaan Indonesia*



Khasanah, Mufidhatul, pp. 57-78, *Kajian Usaha Ternak Kambing dalam Rangka Meningkatkan Kesejahteraan Masyarakat Kabupaten Sleman*

Dongoran, Johnson, pp. 79-92, *Pengaruh Sikap Kerja Terhadap Kinerja pada Hotel Bintang di Jawa Tengah dan Daerah Istimewa Yogyakarta*

**Vol. 17, No. 2, Agustus 2006**

Sri Darma. Gede, pp. 93-117, *Employee Perception of The Impact of Information Technology Investment in Organizations: A Survey of The Hotel Industry*

Hapsoro, Dody, pp. 119-135, *Pengaruh Transparansi Terhadap Konsekuensi Ekonomik: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia*

Indahwati, Weliana dan Erni Ekawati, pp. 137-152, *Relevansi dan Reliabilitas Nilai Informasi Akuntansi Goodwill di Indonesia*

Rahmawati, pp. 153-169, *Hubungan Nonlinier antara Earnings dan Nilai Buku dengan Kinerja Saham*

Siswanti, Yuni, pp. 171-180, *Alliance Experience, Alliance Capability, Function Alliance Dedicated dan Alliance Learning dalam Aliansi Strategik untuk Meraih Kesuksesan Jangka Panjang di Era Kompetisi Global*

Widjaya, NH Setiadi, pp. 181-196, *Pengaruh Komponen Komitmen Organisasi pada Hubungan Persepsi Kaitan Kinerja-Gaji dan Organizational Citizenship Behavior*

**Vol. 17, No. 3, Desember 2006**

Arsyad, Lincolin, pp. 197-218, *A Process of Creating Business Plan for Microfinance Institution: Case Study of LPD Mas, Gianyar, Bali*

Hapsoro, Dody, pp. 219-234, *Pengaruh Struktur Pengelolaan Korporasi Terhadap Transparansi: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia*

Sri Darma, Gede, pp. 235-255, *The Impact of Information Technology Investment on The Hospitality Industry*

Sulistiyani, Tina, pp. 257-267, *Analisis Perilaku Brand Switching Produk Air Minum Mineral di Daerah Istimewa Yogyakarta*

Siregar, Baldric, pp. 269-282, *Determinan Risiko Ekspropriasi*

Bawono, Icuk Rangga, dkk., pp. 283-294, *Persepsi Mahasiswa S1 Akuntansi Reguler Tentang Pendidikan Profesi Akuntansi (PPA) (Studi Kasus Pada Perguruan Tinggi Negeri di Purwokerto, Jawa Tengah)*

**Vol. 18, No. 1, April 2007**

Kartikasari, Lisa, pp. 1-9, *Pengaruh Variabel Fundamental terhadap Risiko Sistematis pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ*

Norpratiwi, Agustina M.V., pp. 9-22, *Analisis Korelasi Investment Opportunity Set terhadap Return Saham pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan*

Rahmawati, pp. 23-34, *Model Pendeteksian Manajemen Laba pada Industri Perbankan Publik di Indonesia dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perbankan*

Dewi, Sherly Friska dan Eko Widodo Lo, pp. 35-42, *Hubungan Sinyal-Sinyal Fundamental dengan Harga Saham*

Khasanah, Mufidhatul, pp. 43-50, *Analisis Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD): Kasus APBD Kabupaten Sleman dan Kulonprogo Tahun 2004 dan 2005*

Suranto, Anto, pp. 51-64, *Hubungan Antara Sikap dan Perilaku Pejabat Public Relations dengan Efeknya dalam Kinerja (Studi Hubungan antara Sikap Terhadap Penerapan Budaya Korporat dan Perilaku Penerapan Budaya Korporat dengan Efeknya dalam Kinerja Pejabat Public Relations Perbankan Swasta Nasional Anggota Perbanas*

**Vol. 18, No. 2, Agustus 2007**

Hapsoro, Dody, pp. 65-85, *Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Transparansi: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia*

Ningsih, Dwi Astuti dan Wakhid Slamet Ciptono, pp. 87-98, *Going Beyond Corporate Social Responsibility: The Critical Factors of Corporate Social Innovation—An Empirical Study*

Lako, Andreas, pp. 99-113, *Relevansi Nilai Informasi Akuntansi untuk Pasar Saham: Problema dan Peluang Riset*

Tjahjono, Heru Kurnianto, pp. 115-125, *Validasi Item-Item Keadilan Distributif dan Keadilan Prosedural: Aplikasi Structural Equation Modeling dengan Confirmatory Factor Analysis (CFA)*

Indriyo, St. Mahendra Soni, pp. 127-134, *Reorientasi Kepentingan Korporasi dari Share-holders ke Stakeholders untuk Menjawab Tantangan Globalisasi di Masa Depan*

Rahardja, Conny Tjandra dan N.H. Setiadi Widjaya, pp. 135-148, *Manajemen Stres: Bagaimana Menghidupi Stres untuk Mencapai Keefektifan Organisasi*

**Vol. 18, No. 3, Desember 2007**

Hery dan Merrina Agustiny, pp. 149-161, *Pengaruh Pelaksanaan Etika Profesi Terhadap Pengambilan Keputusan Akuntan Publik (Auditor)*

Suhartini dan Putri Yusiyanti, pp. 163-177, *Pengaruh Motivasi Terhadap Produktivitas Kerja Karyawan PDAM Tirtamarta Yogyakarta (Pendekatan Teori Ekspektansi Victor Vroom)*

Supriyanto, Y., pp. 179-198, *Kritik Terhadap Kinerja Pendekatan Profitability Index dan Pendekatan Net Present Value untuk Memilih Sejumlah Proyek Independen dalam Capital Rationing*

Khasanah, Mufidhatul, pp. 199-208, *Analisis Ekonomi-Politik Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD) Kabupaten Sleman dan Bantul Tahun 2004 dan 2005*

Sani, Usman dan Istiqomah Istiqomah, pp. 209-221, *Analisis Experiential Marketing Sabun Lux "Beauty Gives You Super Powers"*

Suripto, Bambang, pp. 223-236, *Atribusi Kinerja oleh Manajemen dalam Industri yang Diregulasi: Pengujian Empiris Teori Atribusi dalam Laporan Tahunan Industri Perbankan di Indonesia*

**Vol. 19, No. 1, April 2008**

Afifurrahman, Wahid dan Dody Hapsoro, pp. 1-14, *Pengaruh Pengungkapan Sukarela Melalui Web Site terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*

Fachrunnisa, Olivia, pp. 15-23, *Perbedaan Gender dalam Penggunaan Gaya Kepemimpinan Transformasional: Suatu Pengujian dari Perspektif Atasan, Bawahan, Rekan Kerja, dan Diri Sendiri*

Prajogo, Wisnu, pp. 25-38, *Pengaruh Kepemimpinan dan Kepribadian pada Modal Sosial serta Dampaknya pada Kinerja*

Djamaluddin, Subekti dan Rahmawati, pp. 39-50, *Kandungan Informasi Komponen-Komponen Laba pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*

Fajar, Siti Al, pp. 51-62, Kepemimpinan Transformasional: Keterkaitannya dengan Tipe Kepribadian Berupa *Behavioral Coping* dan *Emotional Coping*

Hery, pp. 63-70, Peran Normatif dan Upaya Peningkatan Citra Auditor Internal, serta Keikutsertaannya dalam Penerapan Prinsip *Good Corporate Governance*

**Vol. 19, No. 2, Agustus 2008**

Hadi, Pramono, pp. 71-77, *An Economic Valuation Of Turtle Conservation Efforts In Riau Case On Tambelan Island At 2006-2007*

Noormansyah, Irvan, pp. 79-87, *Studies In Management Accounting Control Systems In Less Developed Countries*

Giri, Efraim Ferdinan, pp. 89-102, Pengaruh Kebijakan Pembayaran Dividen Terhadap Informasi Asimetri di Bursa Efek Indonesia

Nugraha, Albert Kriestian Novi Adhi, pp. 103-111, *The External Variables, Perceived Ease of Use and Perceived Usefulness Toward The Use of Sikasa 2.0 Software: A Survey of Employees in Satya Wacana Christian University*

Utomo, Semcesen Budiman dan Baldric Siregar, pp. 113-125, Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Kontrol Kepemilikan terhadap Perataan Laba pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Hardani, Rahmat Purbandono, pp. 127-137, Pengaruh Strategi dan Taktik terhadap Kesuksesan Tahap Operasionalisasi Proyek

**Vol. 19, No. 3, Desember 2008**

Djamaluddin, Subekti, Rahmawati, dan Handayani Tri Wijayanti, pp. 139-153, Analisis Perubahan Aktiva Pajak Tangguhan dan Kewajiban Pajak Tangguhan untuk Mendeteksi Manajemen Laba

Hapsoro, Dody, pp. 155-172, Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia

Wulandari, Cynthia dan Shanti, pp. 173-183, Pengaruh Pengungkapan Sukarela terhadap Asimetri Informasi pada Perusahaan Perbankan yang *Go Public* di PT. Bursa Efek Indonesia

Kristina, Batsyeba Maria dan Baldric Siregar, pp. 185-196, Pengaruh Manajemen Laba Nyata terhadap Kinerja.

Bawono, Icuk dan Ranga, pp. 197-207, Persepsi Pejabat Pembuat Komitmen (PPK) dan Pembantu Pemegang Uang Muka Kerja (PPUMK) terhadap Mekanisme Pelaksanaan Pembayaran Langsung (LS): Studi pada Pendidikan Tinggi Negeri Universitas Jenderal Soedirman

Adhilla, Fitroh, pp. 209-228, Analisis Manfaat Sosial dan Fungsional yang Diperoleh Konsumen dari Hubungan yang Terjalin dengan Pramuniaga

**Vol. 20, No. 1, April 2009**

Setyomurni, Retno dan Tony Wijaya, pp. 1-11, Pengaruh *Computer Anxiety* terhadap Keahlian *Novice Accountant* dalam Menggunakan Komputer: Gender dan *Locus Of Control* sebagai Faktor Moderasi

Hapsoro, Dody, pp. 13-24, Pengaruh Transparansi terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia

Noormansyah, Irvan, pp. 25-34, *Management Control Systems and The Deregulation In The Higher Education Sector: A Review of Literature*

Suryawati, pp. 35-46, Analisis Struktur, Perilaku, dan Kinerja Industri Tekstil dan Pakaian Jadi di Provinsi DIY

Pramuka, Bambang Agus dan Wiwiek Rabiatal Adawiyah, pp. 47-60, Persepsi Pengguna terhadap Mutu Layanan Perpustakaan (*Libqual*) Perguruan Tinggi di Kabupaten Banyumas

Yuliana, Christina, pp. 61-67, Kajian Pustaka terhadap Teori Agensi dan Akuntansi Manajemen

**Vol. 20, No. 2, Agustus 2009**

Nursiah dan Fahmy Radhi, pp. 69-77, Pengaruh Penerapan Strategi Inovasi Terhadap Kinerja Operasional

Atuti, Sri, pp. 79-87, Independensi *Auditor* Setelah Pemberlakuan *Sarbanes-Oxley Act* Di Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta (BEI)

Giri, Efraim Ferdinan, pp. 89-106, Pelaporan Laba Komprehensif Dan Implikasinya Dalam Praktik

Kiswara, Endang, pp. 107-117, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pengungkapan Sukarela Oleh Perusahaan Multinasional Di Indonesia

Vol. 21, No. 3, Desember 2010

ISSN: 0853-1259

**JURNAL**  
AKUNTANSI & MANAJEMEN

Tahun 1990

Kusreni, Sri dan Didin Fatihudin, pp. 119-132, Pergeseran Penyerapan Tenaga Kerja Pasca Lapindo Sidoarjo Dan Upaya Penyelesaiannya

Fajar, Siti Al, pp. 1330-139, Penerapan *Total Quality Service* Sebagai Upaya Mencapai Loyalitas *Customer*

**Vol. 20 No. 3, Desember 2009**

Wijaya, Okie Indra, Yasmin Umar Assegaf, dan Rahmawati, pp. 141-156, Pengaruh Kualitas Audit Dan *Proxy Going Concern* Terhadap Opini Audit *Going Concern* Pada Perusahaan Non Regulasi Di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Wardani, Rima Aguatania Kusuma dan Baldric Siregar, pp. 157-174, Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi Dan Dividen Sebagai Variabel Moderator

Alogifari, pp. 175-182, Inflasi Kelompok Bahan Makanan Dengan Metode *Box-Jenkins*: Kasus Indonesia, 2006:1 – 2009:8

Sarwoko, pp. 183-193, Model Estimasi Permintaan Pariwisata Ke Indonesia Dengan Pendekatan *Co-Integration* Dan *Error Correction Model*

Pasaribu, Rowland Bismark Fernando, pp. 195-218, Estimasi Harga Opsi Saham Di Bursa Efek Indonesia (BEI): Studi Kasus Saham LQ-45

Wijaya, Tony, pp. 219-229, Hubungan Atribut Iklan Bersambung Ponds Flawless White Di Televisi Dengan Respon Pemirsa

**Vol. 21 No. 1, April 2010**

Pangeran, Perminas, pp. 1-16, Pemilihan Sekuritas Dan Arah Kebijakan Struktur Modal: *Pecking Order* Ataukah *Static-Tradeoff*?

Budiyanti, Maria Susilowati, pp. 17-29, Pengaruh Investasi, Kepemilikan Manajerial, Dan *Leverage* Operasi Terhadap Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Dividen Dengan Kebijakan *Leverage* Keuangan

Safithri, Anny Laila dan Baldric Siregar, pp. 31-43, *Herding* Pada Keputusan Struktur Modal

Shanti, J.C. pp. 45-58, Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan-Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Sebelum Dan Sesudah Pembayaran Dividen Kas

Setiawan dan Rudy Badrudin, pp. 59-79, Kontribusi Industri Telekomunikasi Selular Terhadap



Vol. 21, No. 3, Desember 2010

ISSN: 0853-1259

**JURNAL**  
AKUNTANSI & MANAJEMEN

Tahun 1990

Perekonomian Negara

Astuti, Tri, pp. 81-104, Analisis Pengaruh Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap *Return Saham* Di Bursa Efek Jakarta (BEJ)

**Vol. 21 No. 2, Agustus 2010**

Pasaribu, Rowland Bismark Fernando, pp. 105-127, *Value At Risk Portofolio* Dan Likuiditas Saham

Prasasti, Hestu dan Baldric Siregar, pp. 129-151, Pola Atribusi Perusahaan Publik Di Indonesia

Susiati, Retno, pp. 153-170, Kontribusi Penyertaan Modal Bank Perkreditan Rakyat “Bank Pasar” Sleman Terhadap Pendapatan Asli Daerah Pemerintah Kabupaten Sleman Tahun 2001-2005

Sarwoko, pp. 171-179, Peranan Sektor Pariwisata Terhadap Perekonomian Indonesia

Eveline, Farida, pp. 181-198, Pengaruh *Adverse Selection*, Pembungkahan Negatif, Dan *Self Efficacy* Terhadap Eskalasi Komitmen Proyek Investasi Yang Tidak Menguntungkan

Wahyuningrum, Dwi Asih, pp. 199-216, Analisis Dewan Direksi, Dewan Komisaris, *Cross-Directorships* Dewan, Dan Indikasi Manajemen Laba

## **PEDOMAN PENULISAN JURNAL AKUNTANSI & MANAJEMEN**

### Ketentuan Umum

1. Naskah ditulis dalam bahasa Indonesia atau bahasa Inggris sesuai dengan format yang ditentukan.
2. Penulis mengirim tiga eksemplar naskah dan satu *compact disk* (CD) yang berisikan naskah tersebut kepada redaksi. Satu eksemplar dilengkapi dengan nama dan alamat sedang dua lainnya tanpa nama dan alamat yang akan dikirim kepada mitra bestari. Naskah dapat dikirim juga melalui *e-mail*.
3. Naskah yang dikirim belum pernah diterbitkan di media lain yang dibuktikan dengan pernyataan tertulis yang ditandatangani oleh semua penulis bahwa naskah tersebut belum pernah dipublikasikan. Pernyataan tersebut dilampirkan pada naskah.
4. Naskah dan CD dikirim kepada *Editorial Secretary*  
Jurnal Akuntansi & Manajemen (JAM)  
Jalan Seturan Yogyakarta 55281  
Telpon (0274) 486160, 486321 ext. 1332 • Fax. (0274) 486155  
*e-mail*: [rudy.badrudin@stieykpn.ac.id](mailto:rudy.badrudin@stieykpn.ac.id)

### Standar Penulisan

1. Naskah diketik menggunakan program *Microsoft Word* pada ukuran kertas A4 berat 80 gram, jarak 2 spasi, jenis huruf Times New Roman berukuran 12 *point*, margin kiri 4 cm, serta margin atas, kanan, dan bawah masing-masing 3 cm.
2. Setiap halaman diberi nomor secara berurutan. Gambar dan tabel dikelompokkan bersama pada lembar terpisah di bagian akhir naskah.
3. Angka dan huruf pada gambar, tabel, atau histogram menggunakan jenis huruf Times New Roman berukuran 10 *point*.
4. Naskah ditulis maksimum sebanyak 15 halaman termasuk gambar dan tabel.

### Urutan Penulisan Naskah

1. Naskah hasil penelitian terdiri atas Judul, Nama Penulis, Alamat Penulis, Abstrak, Pendahuluan, Materi dan Metode, Hasil, Pembahasan, Ucapan Terima Kasih, dan Daftar Pustaka.
2. Naskah kajian pustaka terdiri atas Judul, Nama Penulis, Alamat Penulis, Abstrak, Pendahuluan, Masalah dan Pembahasan, Ucapan Terima Kasih, dan Daftar Pustaka.
3. Judul ditulis singkat, spesifik, dan informatif yang menggambarkan isi naskah maksimal 15 kata. Untuk kajian pustaka, di belakang judul harap ditulis Suatu Kajian Pustaka. Judul ditulis dengan huruf kapital dengan jenis huruf Times New Roman berukuran 14 *point*, jarak satu spasi, dan terletak di tengah-tengah tanpa titik.
4. Nama Penulis ditulis lengkap tanpa gelar akademis disertai alamat institusi penulis yang dilengkapi dengan nomor kode pos, nomor telepon, fax, dan *e-mail*.

5. Abstrak ditulis dalam satu paragraf tidak lebih dari 200 kata menggunakan bahasa Inggris. Abstrak mengandung uraian secara singkat tentang tujuan, materi, metode, hasil utama, dan simpulan yang ditulis dalam satu spasi.
6. Kata Kunci (*Keywords*) ditulis miring, maksimal 5 (lima) kata, satu spasi setelah abstrak.
7. Pendahuluan berisi latar belakang, tujuan, dan pustaka yang mendukung. Dalam mengutip pendapat orang lain dipakai sistem nama penulis dan tahun. Contoh: Badrudin (2006); Subagyo dkk. (2004).
8. Materi dan Metode ditulis lengkap.
9. Hasil menyajikan uraian hasil penelitian sendiri. Deskripsi hasil penelitian disajikan secara jelas.
10. Pembahasan memuat diskusi hasil penelitian sendiri yang dikaitkan dengan tujuan penelitian (pengujian hipotesis). Diskusi diakhiri dengan simpulan dan pemberian saran jika dipandang perlu.
11. Pembahasan (*review/kajian pustaka*) memuat bahasan ringkas mencakup masalah yang dikaji.
12. Ucapan Terima Kasih disampaikan kepada berbagai pihak yang membantu sehingga penelitian dapat dilangsungkan, misalnya pemberi gagasan dan penyandang dana.
13. Ilustrasi:
  - a. Judul tabel, grafik, histogram, sketsa, dan gambar (foto) diberi nomor urut. Judul singkat tetapi jelas beserta satuan-satuan yang dipakai. Judul ilustrasi ditulis dengan jenis huruf Times New Roman berukuran 10 point, masuk satu tab (5 ketukan) dari pinggir kiri, awal kata menggunakan huruf kapital, dengan jarak 1 spasi
  - b. Keterangan tabel ditulis di sebelah kiri bawah menggunakan huruf Times New Roman berukuran 10 point jarak satu spasi.
  - c. Penulisan angka desimal dalam tabel untuk bahasa Indonesia dipisahkan dengan koma (,) dan untuk bahasa Inggris digunakan titik (.).
  - d. Gambar/Grafik dibuat dalam program Excel.
  - e. Nama Latin, Yunani, atau Daerah dicetak miring sedang istilah asing diberi tanda petik.
  - f. Satuan pengukuran menggunakan Sistem Internasional (SI).
14. Daftar Pustaka
  - a. Hanya memuat referensi yang diacu dalam naskah dan ditulis secara alfabetik berdasarkan huruf awal dari nama penulis pertama. Jika dalam bentuk buku, dicantumkan nama semua penulis, tahun, judul buku, edisi, penerbit, dan tempat. Jika dalam bentuk jurnal, dicantumkan nama penulis, tahun, judul tulisan, nama jurnal, volume, nomor publikasi, dan halaman. Jika mengambil artikel dalam buku, cantumkan nama penulis, tahun, judul tulisan, editor, judul buku, penerbit, dan tempat.
  - b. Diharapkan dirujuk referensi 10 tahun terakhir dengan proporsi pustaka primer (jurnal) minimal 80%.
  - c. Hendaknya diacu cara penulisan kepastakaan seperti yang dipakai pada JAM/JEB berikut ini:

#### **Jurnal**

Yetton, Philip W., Kim D. Johnston, and Jane F. Craig. Summer 1994. "Computer-Aided Architects: A Case Study of IT and Strategic Change." *Sloan Management Review*. 57-67.

#### **Buku**

Paliwoda, Stan. 2004. *The Essence of International Marketing*. UK: Prentice-Hall, Ince.

### Prosiding

Pujaningsih, R.I., Sutrisno, C.L., dan Sumarsih, S. 2006. Kajian kualitas produk kakao yang diamoniasi dengan aras urea yang berbeda. Di dalam: *Pengembangan Teknologi Inovatif untuk Mendukung Pembangunan Peternakan Berkelanjutan. Prosiding Seminar Nasional* dalam Rangka HUT ke-40 (Lustrum VIII) Fakultas Peternakan Universitas Jenderal Soedirman; Purwokerto, 11 Pebruari 2006. Fakutas Peternakan UNSOED, Purwokerto. Halaman 54-60.

### Artikel dalam Buku

Leitzmann, C., Ploeger, A.M., and Huth, K. 1979. The Influence of Lignin on Lipid Metabolism of The Rat. In: G.E. Inglett & S.I. Falkehag. Eds. *Dietary Fibers Chemistry and Nutrition*. Academic Press. INC., New York.

### Skripsi/Tesis/Disertasi

Assih, P. 2004. Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Hubungan antara Faktor Faktor Motivasional dan Tingkat Manajemen Laba. *Disertasi*. Sekolah Pascasarjana S-3 UGM. Yogyakarta.

### Internet

Hargreaves, J. 2005. Manure Gases Can Be Dangerous. Department of Primary Industries and Fisheries, Queensland Government. <http://www.dpi.qld.gov.au/pigs/9760.html>. Diakses 15 September 2005.

### Dokumen

[BPS] Badan Pusat Statistik Kabupaten Sleman. 2006. Sleman Dalam Angka Tahun 2005.

### Mekanisme Seleksi Naskah

1. Naskah harus mengikuti format/gaya penulisan yang telah ditetapkan.
2. Naskah yang tidak sesuai dengan format akan dikembalikan ke penulis untuk diperbaiki.
3. Naskah yang sesuai dengan format diteruskan ke *Editorial Board Members* untuk ditelaah diterima atau ditolak.
4. Naskah yang diterima atau naskah yang formatnya sudah diperbaiki selanjutnya dicarikan penelaah (MITRA BESTARI) tentang kelayakan terbit.
5. Naskah yang sudah diperiksa (ditelaah oleh MITRA BESTARI) dikembalikan ke *Editorial Board Members* dengan empat kemungkinan (dapat diterima tanpa revisi, dapat diterima dengan revisi kecil (*minor revision*), dapat diterima dengan revisi *mayor* (perlu direview lagi setelah revisi), dan tidak diterima/ditolak).
6. Apabila ditolak, *Editorial Board Members* membuat keputusan diterima atau tidak seandainya terjadi ketidaksesuaian di antara MITRA BESTARI.
7. Keputusan penolakan *Editorial Board Members* dikirimkan kepada penulis.
8. Naskah yang mengalami perbaikan dikirim kembali ke penulis untuk perbaikan.
9. Naskah yang sudah diperbaiki oleh penulis diserahkan oleh *Editorial Board Members* ke *Managing Editors*.
10. Contoh cetak naskah sebelum terbit dikirimkan ke penulis untuk mendapatkan persetujuan.
11. Naskah siap dicetak dan cetak lepas (*off print*) dikirim ke penulis.